

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم

فرع علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق

بعنوان:

سلوك ومحددات عائد ومخاطرة الصكوك الإسلامية

دراسة نظرية وتطبيقية مقارنة على عينة مختارة من سوق الصكوك، الأسهم والسندات

خلال الفترة (2008-2017م)

من إعداد المترشحة: ربيعة بن زيد

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2020/10/04

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	لمياء عماني
مشرفا ومقررا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	سليمان ناصر
مشرفا مساعدا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	أستاذ محاضر - أ-	علي بن الضب
مناقشا	جامعة فرحات عباس - سطيف	أستاذ تعليم عالي	جبار محفوظ
مناقشا	جامعة باجي مختار - عنابة	أستاذ محاضر - أ-	إيمان بومود
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	أستاذ محاضر - أ-	فوزي محيريق

السنة الجامعية 2020/2019

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم
فرع علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق

بعنوان:

سلوك ومحددات عائد ومخاطرة الصكوك الإسلامية

دراسة نظرية وتطبيقية مقارنة على عينة مختارة من سوق الصكوك، الأسهم والسندات

خلال الفترة (2008-2017م)

من إعداد المترشحة: ربيعة بن زيد

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2020/10/04

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	لمياء عماني
مشرفا ومقررا	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة	أستاذ تعليم عالي	سليمان ناصر
مشرفا مساعدا	المركز الجامعي بلحاج بوشعيب - عين تموشنت	أستاذ محاضر - أ	علي بن الضب
مناقشا	جامعة فرحات عباس - سطيف	أستاذ تعليم عالي	جبار محفوظ
مناقشا	جامعة باجي مختار - عنابة	أستاذ محاضر - أ	إيمان بومود
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي	أستاذ محاضر - أ	فوزي محيريق

السنة الجامعية: 2020/2019

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما

زوجي الكريم وأبنائي جعلها الله قرّة عيني

أهلي وأقاربي، أساتذتي ومعلمي

إلى حاملي راية العلم والباحثين

إلى كل الأصدقاء الذين يسعهم القلب ولا تسعهم هذه الصفحة.

شكر وتقدير

أحمد الله تعالى وأشكره على نعمه وحسن توفيقه حمداً كثيراً مباركاً يرضى به عني فلا أضل ولا أشقى فهو أهل الثناء والمجد التام والخالص، وأصلي على خاتم الأنبياء، وسيد المرسلين نبينا محمد صلى الله عليه وسلم.

وانطلاقاً من قوله: "لا يشكر الله من لا يشكر الناس"¹، فإنني أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير للأستاذين المشرفين على هذا العمل الأستاذ: سليمان ناصر، والأستاذ: علي بن الضب، على دعمهم وتصويباتهم وتوجيهاتهم واقتراحاتهم لإنجاز هذا العمل، كما أحيي فيهما روح التواضع والأخلاق الرفيعة، فجزاهما الله عني كل خير.

وأتوجه بالشكر كذلك لكل الأساتذة والباحثين الذين قدموا لي يد المساعدة، ولا أنسى شكر جميع الأساتذة الزملاء والأصدقاء الذين أهتمهم وأشغلهم وأسعدهم إتمام هذا العمل.

كما أتوجه بالشكر إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة لتخصيصهم جزء من وقتهم لتمحيص هذا العمل ومناقشته.

كما أشكر كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

-جزاكم الله عني خيراً-

وأخيراً أسأل الله العلي القدير أن يهدينا سواء السبيل إنه نعم المولى ونعم النصير والحمد لله رب العالمين. وصلى الله على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

¹ أخرجه أبو داود، السنن، كتاب: الأدب، باب: في شكر المعروف، ص 681، ح 4811، والترمذي، الجامع الصحيح، كتاب: البر والصلة، باب: ما جاء في الشكر لمن أحسن إليك، 454، ح 1954 و 1955، وقال: "هذا الحديث حسن صحيح".

وقبل الدخول في البحث أحببت أن أسجل هنا كلمة قالها عبد الرحيم البيساني هي:

"إني رأيت أن لا يكتب إنساناً كتاباً في يومه إلا قال في غده:

لو غير هذا لكان أحسن...

لوزيد في هذا لكان يستحسن...

لو قدم هذا لكان أفضل...

لو ترك هذا لكان أجمل...

وهذا من أعظم العبر، وهو دليل استيلاء النقص على كافة البشر¹.

¹ استدراك: اشتهرت هذه العبارة للعماد الأصفهاني على أنها كلامه، والصواب أنها لأستاذ العلماء البلغاء القاضي عبد الرحيم بن علي البيساني (519-597هـ)، كتبها إلى العماد الأصفهاني معتذراً عن كلام استدركه عليه، انظر ((أبجد العلوم))، ط1، دار ابن حزم، بيروت، 1423هـ-2002م، ص52.

تختلف الصكوك الإسلامية في جوهرها وفلسفتها عن الأوراق المالية الأخرى، كما أنها تؤدي دورا كبيرا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي. يهدف هذا البحث إلى دراسة سلوك ومحددات عائد ومخاطرة الصكوك الإسلامية من خلال اختبار العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة لمؤشر داوجونز للصكوك ومقارنته بمؤشر S&P500 للأسهم، ومؤشر S&P500 للسندات لبيانات يومية وشهرية خلال الفترة 2008-2017م، باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس التباين. من جهة أخرى يهدف البحث إلى اختبار العلاقة بين عوائد مؤشر داوجونز للصكوك ومخاطر السوق، الائتمان، السيولة والتشغيل، باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء خلال الفترة 2012-2017م.

خلصت الدراسة إلى أن مؤشر S&P500 للسندات أعلى كفاءة في تسعير المخاطرة؛ بينما تمتاز عوائد الصكوك بعدم استمرارية الصدمات وقلة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، وبالتالي تعد الصكوك الأنسب لفئة المستثمرين متجنبين المخاطرة. تؤثر كل من مخاطر السوق، الائتمان، السيولة والتشغيل تبعاً لمؤشرات قياسها على عوائد الصكوك، لكن تعد المخاطر الشرعية مخطراً إضافياً تتعرض له الصكوك وأكثر تأثيراً على عوائدها مع مخاطر السيولة، وتتأثر بمخاطر سعر الفائدة، التضخم والائتمان كما في السندات التقليدية. إن تطبيق الصكوك وفق صورتها المثالية التي تركز على المشاركة وتقاسم المخاطر والأرباح والخسائر، سينعكس بشكل أفضل على مستوى كفاءة التسعير والاستيعاب لمخاطرها الإضافية التي لا يمكن للنموذج القائم على الفائدة احتوائها.

كلمات المفتاح: صكوك إسلامية، أسهم، سندات تقليدية، عائد، مخاطرة، كفاءة التسعير.

Abstract

Sukuk differ in essence and philosophy from other financial securities, and they also play a major role in developing the Islamic capital markets. This research aims at studying the behaviour and determinants of Sukuk's return and risk by examining the correlation between return and risk for the Dow Jones Index of Sukuk market and comparing it with the S&P 500 index of stocks and the S&P 500 index of bonds for daily and monthly data during the period from 2008 to 2017, by using the generalized autoregressive conditional heteroskedasticity (GARCH) model. On the other hand, this research aims at testing the relationship between the returns of the Dow Jones Sukuk Index and the risks of the market, credit, liquidity and operation, by using the autoregressive distributed lag (ARDL) during the period from 2012 to 2017. It is concluded that the S&P 500 index of bonds has the highest risk-pricing efficiency, while the Sukuk index return is characterized by the non-persistence of shocks and the limited severity of the repercussions of the 2008 global financial crisis. Therefore, the Sukuk are best suited to the category of Guardian investors. The market risks, credit, liquidity and operation affect the returns of the Sukuk, depending on their measuring indicators. However, Shariah risks are an additional risk to which Sukuk are exposed, with more influence on their returns with liquidity risk. Also they are affected by interest rate risk, inflation risk and credit risk as is the case in conventional bonds. The application of Sukuk in their ideal form, which is based on participation and sharing risks, profits, and losses, will be better reflected in the level of pricing efficiency and assimilation of their additional risks that the interest-based model cannot contain.

Keywords: Sukuk, Stocks, Conventional Bonds, Return, Risk, Pricing Efficiency

IV	الإهداء
V	الشكر والتقدير
VII	ملخص
VIII	محتويات البحث
X	قائمة الجداول
XII	قائمة الأشكال البيانية
XIV	قائمة الرموز والاختصارات
XV	قائمة الملاحق
أ	المقدمة

القسم الأول: الإطار النظري للدراسة

الفصل الأول: الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مدخل عام

3	تمهيد
4	المبحث الأول: إطار مفاهيمي عام حول الصكوك الإسلامية
40	المبحث الثاني: هياكل الصكوك الإسلامية
76	المبحث الثالث: تحديات وقضايا صناعة الصكوك الإسلامية وآفاقها المستقبلية
98	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: العائد، المخاطرة والعلاقة بينهما من منظور تقليدي وإسلامي

100	تمهيد
101	المبحث الأول: مفهوم العائد ومؤشرات قياسه
103	المبحث الثاني: مخاطر الصكوك وآليات إدارتها
137	المبحث الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي
148	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: الدراسات السابقة حول علاقة العائد بمخاطر الصكوك الإسلامية ومحدداتها

150	تمهيد
151	المبحث الأول: الدراسات القياسية المتعلقة بدراسة سلوك عائد ومخاطرة الصكوك
159	المبحث الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالمخاطر المحددة للعائد
168	المبحث الثالث: الدراسات السابقة حول نماذج محددات عائد الصكوك
174	خلاصة الفصل

القسم الثاني: الدراسة التطبيقية

176.....	مدخل الدراسة التطبيقية.....
	الفصل الرابع: دراسة إحصائية لواقع تطور سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2017 م)
178.....	تمهيد.....
179.....	المبحث الأول: الاتجاه الكمي لتطور إصدارات الصكوك الإسلامية.....
181.....	المبحث الثاني: التوزيع الجغرافي لسوق الصكوك الإسلامية.....
184.....	المبحث الثالث: اتجاه نمو سوق الصكوك الإسلامية حسب مستوى سوق الإصدار.....
186.....	المبحث الرابع: توزيع إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار.....
193.....	المبحث الخامس: تحليل تركيبة سوق الصكوك الإسلامية حسب هيكل الإصدار.....
198.....	خلاصة الفصل.....
	الفصل الخامس: دراسة قياسية مقارنة للعلاقة بين العائد ومخاطر الصكوك الإسلامية
200.....	تمهيد.....
201.....	المبحث الأول: منهجية ومتغيرات الدراسة.....
206.....	المبحث الثاني: مدخل مفاهيمي حول مؤشر داوجونز للصكوك.....
	المبحث الثالث: تقييم العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة لمؤشر الصكوك ومقارنتها مع مؤشري الأسهم والسندات خلال الفترة
214.....	(2008-2017م).....
243.....	المبحث الرابع: تحديد أثر علاقة العائد بمؤشرات مخاطر الصكوك خلال الفترة (2012-2017م).....
274.....	خلاصة الفصل.....
276.....	الخاتمة.....
283.....	قائمة المصادر والمراجع.....
302.....	الملاحق.....
308.....	فهرس المحتويات.....

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	الفروقات بين السندات التقليدية، والأوراق المالية المدعومة بالأصول والصكوك	30
(2-1)	تصنيف الصكوك حسب العقود الشرعية	41
(3-1)	مقارنة بين أهم أنواع الصكوك القائمة على العقود الشرعية	55
(4-1)	مقارنة بين الصكوك السيادية وشبه السيادية وصكوك الشركات	59
(5-1)	أهم الفروقات بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول	61
(6-1)	الفرق بين الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم والصكوك القابلة للتبديل بأسهم	63
(1-2)	تفسير قيم معامل الحساسية بيتا (β) للصك i	117
(2-2)	مناهج وأدوات إدارة المخاطر	130
(1-3)	إجمالي الأبحاث الأكاديمية حول الصكوك المنشورة خلال الفترة (1990-2016م)	150
(2-3)	ملخص الدراسات القياسية المتعلقة بسلوك العائد والمخاطرة	158
(3-3)	ملخص الدراسات القياسية المتعلقة بمحددات عوائد الصكوك	171
(1-5)	وصف متغيرات الشق الأول من الدراسة القياسية ومصادرها	201
(2-5)	وصف لمتغيرات الشق الثاني المستقلة ومصادرها	202
(3-5)	معايير إدراج إصدارات الصكوك الدولية في مؤشر داوجونز للصكوك	210
(4-5)	الإحصاءات الوصفية لسلاسل الإغلاق اليومية لمؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة	215
(5-5)	قيم الانحراف المعياري لبيانات السلسلة اليومية لمؤشرات الدراسة خلال فترة الأزمة المالية 2008م	220
(6-5)	نتائج اختبار ديكي فولار المطور (ADF) للوغاريتم سلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة	221
(7-5)	نتائج اختبار (PP) للوغاريتم سلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة باستعمال نواة Bartlett	223
(8-5)	نتائج اختبار ديكي فولار المطور (ADF) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة	227
(9-5)	نتائج اختبار فيليبس وبيرون (PP) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة باستعمال نواة Bartlett	228
(10-5)	نتائج اختبار أثر ARCH لبواقي سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة	236
(11-5)	نتائج معاملات نموذج GARCH-M(1.1) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة	239
(12-5)	المتغيرات المستقلة المستخدمة لتحديد أثر علاقة مؤشرات المخاطر بعوائد الصكوك	244
(13-5)	وزن تشكيلية العملات ضمن مؤشر الدولار الأمريكي	247
(14-5)	أوزان السلع الخام المكونة لمؤشر السلع الأساسية (S&P GSCI) لعام 2020م	249
(15-5)	نتائج اختبار استقرارية متغيرات الشق الثاني من دراسة القياسية	255
(16-5)	نتائج اختبار منهج الحدود (Bounds Test)	258

قائمة الجداول

260	نتائج اختبار عدم الارتباط الذاتي بين الأخطاء	(17-5)
260	نتائج اختبار أثر ARCH في بواقي النموذج المقدر	(18-5)
260	نتائج Breusch-Pagan-Godfrey	(19-5)
261	ملخص نتائج الكشف عن جودة النموذج المقدر	(20-5)
262	تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج	(21-5)
263	نتائج تقدير العلاقة في المدى الطويل	(22-5)
265	نتائج نموذج العلاقة قصيرة الأجل	(23-5)
273	ملخص نتائج اختبار فرضيات الشق الثاني	(24-5)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
13	العلاقة القائمة بين مصدر الصكوك/السندات وحاملها	(1-1)
17	المتطلبات الشرعية الأساسية لإصدار وتداول الصكوك	(2-1)
40	المعايير المعتمدة لتصنيف هياكل الصكوك	(3-1)
42	فئات الصكوك حسب العقود الشرعية الأساسية	(4-1)
44	هيكل صكوك المضاربة	(5-1)
45	هيكل صكوك المشاركة	(6-1)
46	هيكل الصكوك الزراعية	(7-1)
47	هيكل صكوك ملكية الأصول المؤجرة (إجارة منتهية بالتمليك)	(8-1)
50	هيكل صكوك المراوحة للأمر بالشراء	(9-1)
51	هيكل صكوك السلم	(10-1)
52	هيكل صكوك الاستصناع الموازي	(11-1)
54	هيكل صكوك الوكالة المباشرة	(12-1)
56	هيكل الصكوك المركبة لشركة المراعي المستحقة في 2018م	(13-1)
66	موقع صكوك بازل 3 ضمن مكونات رأس مال البنك	(14-1)
84	هيكل الصكوك بين المعايير الشرعية وتأثير قوى السوق	(15-1)
86	الفجوة بين الطلب وعرض سوق الصكوك للفترة (2008-2021م)	(16-1)
87	العوامل المؤثرة على تداول الصكوك	(17-1)
90	مدة إصدار الصكوك مقارنة مع مدة إصدار السندات التقليدية	(18-1)
92	توزيع إفلاس الصكوك حسب البلد خلال الفترة (2008-2010م)	(19-1)
111	منحنى التوزيع الاحتمالي للعوائد	(1-2)
111	العلاقة بين أنواع المخاطر من خلال عملية التنويع	(2-2)
115	تغير معدل عائد الصك بتغير عائد السوق	(3-2)
138	العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة (Risk-Return Trade-Off) للأوراق المالية من منظور تقليدي	(4-2)
176	مخطط الدراسة التطبيقية	(1-II)
178	التركيب القطاعية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية لعام 2017م	(1-4)
179	التطور السنوي لإجمالي إصدارات الصكوك خلال الفترة (2001-2017م)	(2-4)
181	الحصة السوقية للصكوك المصدرة حسب الدول - التي تزيد عن 9000 مليون دولار أمريكي -	(3-4)
182	الحصة السوقية للدول المصدرة للصكوك التي تقل عن 9000 وتزيد عن 400 مليون دولار أمريكي	(4-4)
183	الحصة السوقية للدول المصدرة للصكوك - التي تقل عن 400 مليون دولار أمريكي -	(5-4)
185	نسبة إجمالي إصدارات الصكوك المحلية والدولية للفترة (2001-2017م)	(6-4)

قائمة الأشكال البيانية

186	تطور سوق الصكوك المحلية والدولية خلال الفترة (2001-2017م)	(7-4)
187	حصة إصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م)	(8-4)
188	تطور إصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م)	(9-4)
190	إجمالي إصدارات الصكوك الدولية حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م)	(10-4)
190	حصة جهات الإصدار من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك الدولية للفترة (2001-2017م)	(11-4)
191	إجمالي إصدارات الصكوك المحلية حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م)	(12-4)
192	حصة جهات الإصدار من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك المحلية للفترة (2001-2017م)	(13-4)
193	إجمالي إصدارات الصكوك حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م).	(14-4)
196	إجمالي إصدارات الصكوك الدولية حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م).	(15-4)
196	إجمالي إصدارات الصكوك المحلية حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م).	(16-4)
207	توزيع إصدارات الدول في مؤشر داوجونز للصكوك	(1-5)
208	تركيبة مؤشر داوجونز للصكوك قطاعيا	(2-5)
209	توزيع إصدارات الصكوك المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك حسب درجة التصنيف الائتماني	(3-5)
210	توزيع إصدارات الصكوك المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك حسب مدة الاستحقاق	(4-5)
215	مخطط دراسة العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة للمؤشرات محل الدراسة	(5-5)
219	التمثيل البياني للوغاريتم سلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات المدروسة خلال فترة الدراسة	(6-5)
225	دالتي الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة	(7-5)
226	التمثيل البياني لسلسلة العوائد اليومية للمؤشرات المدروسة خلال فترة الدراسة	(8-5)
230	نتائج التوزيع الطبيعي لسلسلة العوائد اليومية للمؤشرات المدروسة خلال فترة الدراسة	(9-5)
232	مخطط الانتشار (التبعثر) الجاذب لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة	(10-5)
235	دالتي الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة	(11-5)
245	تطور معدل الفائدة ليبور (6month US Dollar LIBOR) وكثير الحدود الممهد له	(12-5)
246	تطور مؤشر معدل التضخم (CPI) وكثير الحدود الممهد له	(13-5)
248	تطور مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) وكثير الحدود الممهد له	(14-5)
250	تطور مؤشر أسعار السلع الأساسية (S&P GSCI) وكثير الحدود الممهد له	(15-5)
251	تطور مؤشر مخاطر الائتمان (CRI) وكثير الحدود الممهد له	(16-5)
252	تطور مؤشر مخاطر السيولة (LRI) وكثير الحدود الممهد له	(17-5)
253	تطور مؤشر المخاطر الشرعية (HQI) وكثير الحدود الممهد له	(18-5)
257	نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج الدراسة	(19-5)
259	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية	(20-5)
266	اختباري الاستقرار الهيكلي للنموذج الأجل	(21-5)

قائمة لأهم الاختصارات والرموز

المصطلح باللغة الإنجليزية	المختصر	دلالة المصطلح باللغة العربية
Autoregressive Conditional Heteroscedasticity	ARCH	نماذج الانحدار الذاتي ذات التباين الشرطي غير المتجانس
Autoregressive distributed lag	ARDL	نماذج الانحدار الذاتي الموزعة الإبطاء
Coefficient of risk premium	γ	معامل معبر عن علاوة المخاطرة
Consumer Price Index	CPI	مؤشر مخاطر معدل التضخم
Credit risk index	CRI	مؤشر مخاطر الائتمان
Dow Jones Index Returns	DJSR	عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك
Dow Jones Sukuk Index	DJS	مؤشر داوجونز للصكوك
Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity	GARCH	نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم
Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity in Mean	GARCH-M	نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم باستخدام الانحراف المعياري
Generalized error distribution	GED	توزيع الخطأ المعمم
Higher Quality Sukuk Index	HQI	مؤشر المخاطر الشرعية
Interest Rate Deposited	IRD	مؤشر مخاطر معدل الفائدة
Liquidity risk index	LRI	مؤشر مخاطر السيولة
London Inter-Bank Offered Rate	LIBOR	سعر الفائدة المعروض بين البنوك في لندن
Standard & Poor's 500 Bond Index (S&P500 Bond)	SPB	مؤشر ستاندارد آند بورز 500 لسندات الشركات الأمريكية
Standard & Poor's 500 Bond Index Returns	SPBR	عوائد أسعار سندات الشركات الأمريكية
Standard & Poor's 500 Index (S&P 500)	SPX	مؤشر ستاندارد آند بورز 500 لأسهم الشركات الأمريكية
Standard & Poor's 500 Index Returns	SPXR	عوائد أسعار أسهم الشركات الأمريكية
Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity Index	S&P GSCI	مؤشر مخاطر أسعار السلع الأساسية
The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial	AAOIFI	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية
Unrestricted error correction model	UECM	نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد
US Dollar Index	DXY	مؤشر مخاطر سعر الصرف

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
(1-4)	التوزيع الجغرافي لسوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017م)	303
(2-4)	التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك المحلية للفترة (2001-2017م)	304
(3-4)	التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك الدولية للفترة (2001-2017م)	305
(1-5)	مقارنة بين أداء ثلاثة مؤشرات مختارة (صكوك، أسهم وسندات) للفترة (2010-2020 م)	306
(2-5)	معامل الارتباط بين ثلاثة مؤشرات مختارة (صكوك، أسهم وسندات) للفترة (2017-2020 م)	306
(3-5)	مقارنة بين ثلاثة مؤشرات مختارة (صكوك، أسهم وسندات) من حيث العائد والمخاطرة للفترة (2010-2020 م)	306
(4-5)	بيانات الشق الثاني للدراسة القياسية	307

المقدمة

حظي التمويل الإسلامي خلال السنوات الأخيرة باهتمام متزايد في السوق المالي العالمي، خاصة عندما أظهر قدراً كبيراً من التحمل والتعافي اتجاه الاضطرابات التي صاحبت الأزمة المالية العالمية 2008م، وأصبح ينظر له كبديل محتمل للتمويل التقليدي؛ فعلى الرغم من إمكانية قيام التمويل الإسلامي بالوظائف الأساسية لنظيره التقليدي، إلا أنه يختلف عنه في بعض الخصائص المميزة والفريدة الناتجة عن قواعد معينة حددتها الشريعة الإسلامية. من أهمها استناده أساساً إلى تحريم الربا (الفائدة)، كما يعد الارتباط بين العائد والمخاطرة ومفهوم تقاسم الأرباح والخسائر ومبدأ المشاركة الكامن في العقود الشرعية أمراً أساسياً في التمويل الإسلامي، إضافة إلى خصائص أخرى حددتها قواعد الشريعة الإسلامية؛ ومن مجالات التمويل الإسلامي التي اجتذبت وتستمر في جذب الكثير من الباحثين والأكاديميين والمستثمرين هي الصكوك الاستثمارية الإسلامية، أحد أبرز الأدوات نمواً وتطوراً في سوق رأس المال الإسلامي والتي أسهمت كثيراً في تطويره.

جاءت الصكوك الإسلامية بديلاً عن السندات التقليدية المحرمة شرعاً، لتحقيق أغراضها المتمثلة في كونها وسيلة توفير التمويل اللازم للدول والشركات التي يصعب عليها إيجاد مبالغ التمويل الكافية لمشروعاتها الكبرى إلا من خلال تمويل مجمع من عدد من الأفراد والشركات، كما تعد إحدى الأدوات الهامة التي يمكن أن تكون بديلاً لأدوات الدين العام، تستفيد منها حكومات الدول لتوفير ما تحتاجه من موارد لتمويل العجز في ميزانيتها، بدل الاقتراض من الدول الأخرى وتجنب التبعات السلبية التي قد تترتب عن الاقتراض الخارجي؛ كما تقدم الصكوك قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم المتاحة على نحو مشروع مع إمكانية تداولها في السوق الثانوية، وبهذا تحقق الصكوك لحاملها ميزة الأوراق المالية التقليدية - من أسهم وسندات تقليدية - من حيث مرونة المبلغ المستثمر، وسهولة التسييل، وفي نفس الوقت وبخلاف السندات التقليدية مضمونة العائد (الفائدة) تمكن المستثمرين من المشاركة في الربح الحقيقي الناتج عن المشاريع الكبيرة بنسب عادلة، وبهذا يتم تداول الثروة على نطاق واسع، وذلك من أعظم الأهداف التي يسعى إليها الاقتصاد الإسلامي؛ تبعا لذلك ندرك أن الصكوك تقف في نقطة بين الأسهم والسندات رغم وجود فروقات جوهرية بينها، لكن هذا لا يعني اختلافها كلياً عن هذه الأدوات فهناك بعض أوجه التشابه والاتفاق فيما بينها فرضها الواقع العملي، خاصة في بدايات سوق الصكوك ويعود إلى الدور المحوري الذي تلعبه الأوراق المالية التقليدية خاصة سوق السندات التقليدية في الاقتصاد والأسواق المالية العالمية، لكنه تراجع مع نضج سوق الصكوك وتطور معاملة، لاسيما بعد تحديد المجامع الفقهية والهيئات الشرعية والمتخصصين في المالية الإسلامية لخصائص الصكوك، وقد أصبحت الصكوك اليوم وفق إطارها النظري ورقة مالية ذات خصائص تميزها وتختلف بها عن الأسهم والسندات التقليدية وغير مرتبطة بها.

تعتبر الصكوك الإسلامية فرصة لنشر فكرة الاستثمار الإسلامي بوجود أدوات تمويلية واستثمارية بديلة للتمويل غير قائمة على سعر الفائدة تعتمد على الاشتراك في تحمل الخسارة مقابل استحقاق الربح، تبعا لمبدأ "الغنم بالغرم" الذي أرساه الحديث الشريف الموجز "الخراج بضمناً"¹، فعوائد الصكوك الإسلامية ناشئة عن استثمار حصيلة الصكوك فيما أعدت له، وهي غير مضمونة على مصدرها، تخضع لطبيعة الاستثمار وتقلبات السوق كما هو الحال بالنسبة للأسهم، ما يميزها عن التعامل الربوي مضمون العائد للمقرض بالفائدة كالسندات التقليدية، وعليه فإنه في سبيل سعي المستثمر في الصكوك الإسلامية إلى تحقيق معدلات عالية من الأرباح، فإنه لا بد أن يقابل هذا السعي استعداده لتحمل مخاطر بنفس المستوى أو ما يقاربه، وهذا يوافق

¹ أخرجه أبو داود في «البيوع» (284/3) باب فيمن اشترى عبداً فاستعمله ثم وجد به عيباً، والنسائي في «البيوع» (254/7) باب: الخراج بالضمأن، والترمذي في «البيوع» (582/3) باب ما جاء فيمن يشتري العبد ويستعمله ثم يجد به عيباً، وابن ماجه في «التجارا» (754/2) باب: الخراج بالضمأن، من حديث عائشة رضي الله عنها. والحديث صححه الترمذي وابن حزم وابن جرير وابن حبان والحاكم وابن القطان وغيرهم، انظر: الحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، بلوغ المرام من أدلة الأحكام، تحقيق عصام موسى الهادي، ط1، دار الصديق، الجليل، المملكة العربية السعودية، 1423هـ/2002م، باب شروطه وما نهي عنه منه، ص210.

التطبيق المباشر للعلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة (Risk/Return Trade Off) المبدأ الأساسي التي تقوم عليه نظرية المحفظة الاستثمارية التقليدية.

بات موضوع المخاطر المالية والبحث عن أدوات مالية استثمارية منخفضة المخاطر وذات عائد مقبول يشكل تحدياً للتمويل التقليدي والإسلامي معاً، في ظل الأزمات المالية الأخيرة التي ارتبطت بتذبذب العوائد، وما نتج عنها من تقلبات شديدة في الأسواق المالية؛ لذلك أصبح فهم سلوك العلاقة المتبادلة بين العائد والمخاطرة والعوامل المؤثرة فيها يمثل أساس عدالة التسعير وكذلك أساس إدارة المخاطر، والتي يجب أن تكون الأسواق المالية لا سيما سوق الصكوك الإسلامية على دراية بما من أجل وضع استراتيجياتها الفعالة في إدارة المخاطر وخاصة في مجال تسعير علاوة المخاطرة بدقة، ما قد يجعل الصكوك الإسلامية منافسة للأدوات المالية الأخرى وخاصة نظيرتها التقليدية القائمة على سعر الفائدة المحرمة شرعاً.

حققت إصدارات الصكوك الإسلامية طفرة هائلة في نموها وامتدادها للأسواق المالية، وعلى الرغم من ذلك فإنه لا يمكن تجاهل الانتقادات الشرعية الواسعة التي تعرضت لها بعض هياكل الصكوك المصدرة خلال الفترة (2007-2009م) كونها تحاكي السندات التقليدية ذات العائد الثابت، مما أدى إلى زعزعة ثقة المستثمرين في الصكوك خصوصاً بعد تعثر (إخفاق) عدد من إصدارات الصكوك وتراجع عوائدها الأخرى خاصة الدولية منها، نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، وقد أدت هذه الانتكاسة التي شهدتها سوق الصكوك الإسلامية إلى طرح عدة تساؤلات حول حقيقة الصكوك الإسلامية على أرض الواقع.

ب - طرح الإشكالية

أمام الاهتمام العالمي بالصناعة المالية الإسلامية ككل والصكوك الإسلامية على وجه الخصوص واختبارها على أرض الواقع، فقد أثار موضوع اختبار مدى الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات تقليدية عدة تساؤلات ومن عدة جوانب، أهمها عما إذا كانت هاتاه الأدوات (الصكوك، الأسهم والسندات التقليدية) مختلفة أم متشابهة عملياً من حيث علاقة العائد بالمخاطرة، وكذا من حيث محدداتها! وهذا ما يدفعنا إلى طرح الإشكال التالي:

ما مدى اختلاف علاوة المخاطرة بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات تقليدية؟ وما هي المخاطر المحددة لعوائد الصكوك؟

لمعالجة هذه الإشكالية والإحاطة بجوانبها عمدنا إلى تقسيمها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يختلف واقع تطبيق صناعة الصكوك الإسلامية عن إطارها النظري؟
- هل لواقع تركيبة سوق الصكوك الإسلامية تأثير على طبيعة المخاطر التي تواجهها؟
- هل هناك اختلاف في كفاءة تسعير الصكوك الإسلامية مقارنة بالأسهم والسندات التقليدية؟
- ما مدى تأثير المخاطر الكامنة في هيكل الصكوك الإسلامية على عوائدها؟

ج- فرضيات الدراسة

- للإجابة على إشكالية البحث تمت صياغة جملة من الفرضيات كأساس ينطلق منه لمناقشة موضوع البحث
- يوجد تأصيل شرعي يوطر صناعة الصكوك الإسلامية ويميزها عن الأوراق المالية الأخرى، لكن واقع تطبيقها يختلف عن ذلك؛
- ينعكس واقع تركيبة سوق الصكوك الإسلامية على طبيعة المخاطر التي تواجهها؛

- يقابل تحمل الصكوك الإسلامية لمخاطر إضافية تعويض مستثمريها بعلاوة مخاطرة أكبر مقارنة بالأوراق المالية التقليدية تبعا لنظرية المحفظة الاستثمارية؛
- هناك علاقة تأثير لمخاطر الصكوك الإسلامية على مستوى تغير عوائدها.

د - منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة

بناء على طبيعة الموضوع والإشكال المطروح وللإجابة على الأسئلة الفرعية، وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذه الدراسة، سنحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون المنهج الوصفي التحليلي، الذي يعتمد على دراسة نقدية وتحليلية، وذلك فيما يتعلق بالقسم الأول من الدراسة المتضمن مدخل عام حول الصكوك من حيث النظرية والتطبيق، وإطار نظري لمفهوم العائد، المخاطرة والعلاقة بينهما من منظور تقليدي وإسلامي بالتركيز على الصكوك الإسلامية، وكذا أهم الدراسات السابقة في الموضوع؛ إلى جانب اعتماد منهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي من الدراسة، للتعرف على واقع تركيبة سوق الصكوك الإسلامية من خلال دراسة إحصائية، ودراسة علاقة العائد بالمخاطر الكلية للصكوك ومقارنتها مع الأسهم والسندات التقليدية، وكذلك تناول أثر مختلف مخاطر الصكوك كمحددات مفسرة لتغير عوائدها، باستخدام مجموعة من الأدوات القياسية وبالمرور على عدد من الاختبارات الضرورية في هذا الصدد، مستعينين في ذلك ببرنامج إكسال (EXCEL 2016)، وبرنامج (EViews 9).

هـ - أهداف الدراسة

تتمثل الأهداف التي نرمي إلى إدراكها، في اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الصكوك ومقارنتها بالأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات للتعرف على القدرة التنافسية للصكوك الإسلامية في سوق رأس المال، ولتحليل أعمق تهدف هذه الدراسة أيضا للكشف عن العوامل المحددة لعوائد الصكوك من حيث المخاطر والتحديات التي تواجهها، من أجل إعطاء صورة واضحة للمتمولين والمستثمرين المحتملين في سوق الصكوك، لاسيما الفاعلين في سوق رأس المال الجزائري، وسيكون بلوغ هذه الأهداف الرئيسية من خلال تحقيق الأهداف الجزئية التالية:

- التعرف على الإطار النظري والممارسة الفعلية للصكوك الإسلامية من حيث خصائصها، آلية إصدارها وأنواعها؛
- قياس مستوى أداء سوق الصكوك الإسلامية ومقارنته بسوق الأسهم والسندات التقليدية، مع الإشارة إلى فترة تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م؛
- اختبار مدى التماثل أو التباين في عائد ودرجة المخاطر الكلية بين سوق الصكوك الإسلامية وسوق الأسهم والسندات التقليدية؛
- تحديد مدى كفاءة وقدرة سوق الصكوك الإسلامية على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة، ومقارنة ذلك بسوق الأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات؛
- تبيان درجة تقلب عوائد سوق الصكوك الإسلامية ومقارنته بسوق الأوراق المالية التقليدية؛
- التعرف على مختلف التحديات والمخاطر التي تواجهها صناعة الصكوك الإسلامية، وآليات إدارتها؛
- الكشف عن مدى تأثير مختلف المخاطر بعوائد الصكوك الإسلامية.
- إعطاء صورة واضحة عن سلوك سوق الصكوك من حيث العائد والمخاطرة للمتمولين والمستثمرين المحتملين بشكل عام، وبالتحديد سوق رأس المال الجزائري.

و - أهمية الدراسة

يكتسي موضوع البحث أهميته من أهمية الصكوك الإسلامية نفسها، وبعتراف دولي بما كمنتج مالي قابل للتطوير والاستمرار لتلبية الاحتياجات المالية المختلفة، بدليل وجود إصدارات من الصكوك الإسلامية لمؤسسات غير إسلامية، وفي إطار ما تمثله من نقلة نوعية وكيفية في الأدوات التمويلية الإسلامية، حيث ظلت المؤسسات المالية الإسلامية لسنوات حبيسة أدوات محددة. واعتبارها مثالاً واضحاً للاستجابة لتطورات البيئة المالية الدولية، وبديلاً شرعياً للسندات التقليدية المحرمة شرعاً. وأتاح الفرصة للحكومات والشركات كمصدرين أو مستثمرين للحصول على تمويل مشروع تساعدها على التوسع في نشاطاتها ومشاريعها، وتمويل عجز الموازنة العامة ومساهمتها في تنويع المحافظ الاستثمارية، وتشكيلة الأدوات المتداولة في السوق المالية الإسلامية؛ كما تتسم دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة بأهمية بالغة كونها من أهم العناصر التي يعتمد عليها في اختيار التوليفة الأنسب في تشكيلة المحفظة الاستثمارية المثلى. لذلك يعد فهم وإدراك مدى تأثير مختلف المخاطر المحددة لعوائد الصكوك الإسلامية أمراً أساسياً لاتخاذ القرارات المالية السليمة للمهتمين بالمنتجات المالية الإسلامية وغيرهم، ولاستمرارية وتعزيز نمو سوق الصكوك مستقبلاً.

ز - مبررات اختيار الموضوع

إن اختيارنا لموضوع البحث كان وراءه الدوافع التالية:

✓ الدوافع الموضوعية:

- يعتبر موضوع الصكوك الإسلامية من أهم مجالات البحث الخصب، ومرآة عاكسة لمدى تطور الهندسة المالية الإسلامية، وتأكيد واضح على أن الشريعة الإسلامية لم تكن يوماً عائقاً أمام التطور والتقدم في شتى الميادين.
- قلة الدراسات التطبيقية خاصة باللغة العربية في الموضوع -في حدود اطلاعنا-، واهتمام معظم الدراسات والأبحاث المنجزة بالجانب النظري وخاصة من جانب فقه المعاملات.
- الجدل القائم والانتقادات الواسعة من قبل العلماء المسلمين المتخصصين والمستثمرين قبيل وعقب الأزمة المالية العالمية 2008م، حول حقيقة تطبيق هيكله الصكوك على أرض الواقع.
- الرغبة في استخدام الأدوات الإحصائية والقياسية مع محاولة ربط النتائج المتوصل إليها بالمفاهيم الاقتصادية والمالية الإسلامية.
- اختبار مدى قابلية وإمكانية تطبيق النماذج المالية والقياسية التقليدية على سوق الصكوك الإسلامية في ظل غياب أدوات تختص بها صناعة التمويل الإسلامي.
- نعتبر تركيزنا على موضوع الصكوك من حيث العائد والمخاطر المرتبطة بها، فرصة للتعرف ونشر فكرة التمويل والاستثمار الإسلامي، وإمكانية الاستفادة منها في السوق المالي الجزائري خاصة في مرحلة ما بعد النفط التي تسعى إليها السلطات العليا في بلدنا.

✓ الدوافع الذاتية:

- وجود اهتمام شخصي بالموضوع، وخاصة أنه يعتبر امتداداً لأبحاث سابقة لنا في الموضوع.
- ارتأينا كمساهمة متواضعة منا أن نهتم بهذا الموضوع من جانب تخصصنا -مالية الأسواق-.

ح- إطار وحدود الدراسة

لأجل التركيز على مناقشة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة، قمنا بتحديد معالمنا للموضوع على النحو التالي:

- الحدود الموضوعية: يختص هذا البحث بالصكوك الإسلامية من الناحية المالية، وذلك من حيث دراسة سلوك ومحددات عوائدها ومخاطرها في إطار الضوابط الشرعية، لذا فإن هذه الدراسة لا تتعرض لموضوع مطابقة الصكوك للشريعة الإسلامية السمحاء، باعتباره أمراً له علماؤه وخبرائه، كما أنها غير معنية بتفاصيل المسائل والخلافات الفقهية إلا بقدر ما يخدم الأهداف الأساسية للبحث، وقد اعتمدنا في المسائل الفقهية، وبشكل أساسي على: قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، والمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها المعايير التي تحاول توحيد العمل بين المؤسسات المالية الإسلامية.

كما اقتصرنا الدراسة على مقارنة العلاقة التبادلية للعائد والمخاطرة بين سوق الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي وكل من سوق الأسهم والسندات الأمريكية، ولم نتعرض في المقارنة إلى سوق المشتقات المالية نظراً لصعوبة الحصول وحصر البيانات خلال فترة الدراسة، أما في دراسة أثر علاقة العائد بمختلف مخاطر الصكوك، فالدراسة لم تتوسع لتشمل كل المخاطر التي تتعرض لها الصكوك، ونظراً أيضاً لصعوبة الحصول وحصر البيانات، حيث تم الاعتماد على أربعة أنواع رئيسية من المخاطر ممثلة في مخاطر السوق والتي تضم كل من: (مخاطر معدل الفائدة، ومخاطر سعر الصرف، مخاطر التضخم، مخاطر أسعار السلع الأساسية)؛ ومخاطر الائتمان؛ ومخاطر السيولة؛ ومخاطر التشغيل ممثلة بمخطر وحيد وهو المخاطر الشرعية.

- الحدود المكانية: من حيث الدراسة الإحصائية لواقع سوق الصكوك شملت عينة الدراسة جميع إصدارات سوق الصكوك منذ نشأته حتى نهاية فترة الدراسة، وحتى تتمكن من مسح كل الإصدارات تمت الاستعانة بتقارير مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا (IFSB)، والسوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) بالبحرين؛ أما من جانب الدراسة القياسية فقد تم الاعتماد في الجزء الأول من الدراسة على مؤشرات عالمية ممثلة في مؤشر داوجونز لسوق الصكوك الدولية، ومؤشر ستاندار آند بورز 500 لأسهم الشركات الأمريكية، ومؤشر ستاندار آند بورز 500 لسندات الشركات الأمريكية، وفي الجزء الثاني من الدراسة القياسية وفيما يتعلق بمخاطر الصكوك فقد تم قياسها بمجموعة مؤشرات عالمية ممثلة في مؤشرات داوجونز للصكوك (Dow Jones Sukuk Indices)، إضافة إلى مؤشرات الاقتصاد الكلي التي تقيس كل من مخاطر معدل الفائدة لبيور، ومخاطر سعر صرف، ومخاطر معدل التضخم ومخاطر أسعار السلع الأساسية،

- الحدود الزمنية: اعتمدنا في معالجة البحث على مجموعة متنوعة من البيانات والفترات الزمنية المختلفة، حيث اعتمدنا في الشق الأول من الدراسة التطبيقية على حجم (عدد وقيمة) تركيبية إجمالي إصدارات سوق الصكوك من حيث عدة مستويات خلال الفترة (2001-2017م)؛ أما في الجزء الأول من الشق الثاني للدراسة التطبيقية، فاعتمدنا على أسعار إغلاق مؤشرات أسواق عينة الدراسة للفترة (2008-2017)، وفي جزئه الثاني على أفق زمني أقل لبيانات مؤشرات داوجونز لسوق الصكوك ومؤشرات الاقتصاد الكلي التي تعكس لنا في مجملها بعضاً من مخاطر الصكوك للفترة (2012-2017).

ط - خطة وهيكل الدراسة

بغرض إنجاز البحث قمنا بتقسيمه إلى قسمين، احتوى القسم الأول على ثلاثة فصول نظرية واشتمل الثاني على فصلين تطبيقيين، تسبقهم مقدمة تشتمل على مختلف الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته، وتعبهم خاتمة متضمنة نتائج البحث وجملة من التوصيات المستمدة من النتائج المتوصل إليها، تليها آفاق البحث. وجاءت فصول هذه الأطروحة على النحو التالي:

وضع الفصل الأول كمدخل عام لتقديم الصكوك الإسلامية من حيث النظرية وواقع تطبيقها، قدمنا من خلاله إطار مفاهيمي حول الصكوك؛ وتعرضنا فيه إلى أهم أنواع هياكل الصكوك وفق أربعة معايير تصنيف مختارة؛ كما استعرضنا عدد من التحديات والقضايا التقنية التي تواجه صناعة الصكوك وسوقها، ولكي تتمتع الصناعة بمستقبل أفضل تم طرح الآفاق المستقبلية لمنظري المالية الإسلامية في حال تقديم رؤيا لتطوير صناعة الصكوك.

بينما عالجنا في الفصل الثاني موضوع العائد والمخاطرة من منظور إسلامي وتقليدي تعرضنا من خلاله لمفهوم العائد ومؤشرات قياسه مع الإشارة لحالة الصكوك؛ وتطرقنا إلى مخاطر الصكوك وآليات إدارتها؛ كما تناولنا علاقة العائد بالمخاطر من منظور تقليدي وإسلامي.

وتضمن الفصل الثالث الدراسات السابقة حول علاقة العائد بمخاطر الصكوك الإسلامية ومحدداتها، حيث تناولنا فيه الدراسات السابقة التي تعرضت إلى موضوع اختبار سلوك العائد والمخاطر الكلية للصكوك ومقارنتها مع السندات التقليدية؛ والدراسات التي تناولت الموضوع من حيث دراسة أثر علاقة العائد بالمخاطر المحددة لها؛ وتطرقنا فيه أيضا إلى الدراسات القياسية المتعلقة بمحددات عوائد الصكوك، كما تمت مناقشة الدراسات السابقة من أجل توضيح مساهمة الدراسة الحالية بين الدراسات السابقة.

كما جاء الفصل الرابع بعنوان دراسة إحصائية لواقع تطور سوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017م)، ليفصل أكثر في اتجاه تطور سوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017م)، من حيث الاتجاه الكمي لتطور إجمالي إصدارات الصكوك؛ والتوزيع الجغرافي؛ وحسب مستوى الإصدار؛ وجهة الإصدار؛ وفي الأخير تم استعراض تركيبة إجمالي سوق الصكوك حسب هيكل الإصدار.

وتمثل الفصل الخامس في الدراسة القياسية التي تضمنت اختبار العلاقة بين العائد ومخاطر الصكوك على مستويين كلي وآخر جزئي، وذلك من خلال عرض منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة؛ وتقديم مدخل مفاهيمي حول مؤشر داوجونز للصكوك (Dow Jones Sukuk Index)؛ كما حاولنا تقييم العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطر الكلية -على المستوى الكلي- لمؤشر داوجونز لسوق الصكوك الدولية، ومؤشرين لسوق الأدوات المالية التقليدية ممثلا بمؤشر S&P500 لأسهم الشركات الأمريكية، ومؤشر S&P500 لسندات الشركات الأمريكية خلال الفترة (2008-2017م)، باستخدام نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH MODEL)؛ وفي الأخير قمنا بدراسة علاقة العائد بمخاطر الصكوك على المستوى الجزئي، وذلك من خلال تحديد أثر العلاقة بين المتغير التابع والمتمثل في عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك الدولية والمتغيرات المستقلة المتمثلة في اختيارنا لبعض مخاطر الصكوك التي تعكسها بعض مؤشرات (Dow Jones Sukuk Indices) ومؤشرات الاقتصاد الكلي الأمريكي خلال الفترة (2012-2017م)، باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء (ARDL).

ي - صعوبات الدراسة

عادة عند الانتهاء من أي عمل سواء كان علميا أو غيره تهون كل الصعوبات في سبيل إنجازه، لكن من أهم الصعوبات التي نستحضرها، والتي قد تواجهنا حتى في أعمالنا وأبحاثنا المستقبلية، هي: غياب قواعد ومنصات المعطيات المالية العالمية في الجامعة الجزائرية المختصة في توفير البيانات حول مختلف المؤشرات المالية كقاعدي: بلومبرغ (Bloomberg)، وتومسون رويترز (Thomson Reuters)، وكذا احتكارها، مقابل الثمن الباهظ للحصول عليها، كما أننا لا نتعامل مع الأفراد، هذا العائق أثر بشكل كبير من خلال تحكمه في رسمنا للحدود الزمنية والمكانية للدراسة التطبيقية خاصة في الجانب القياسي منها، ونتيجة لذلك كانت لدينا عدة فترات زمنية متباينة في أجزاء القسم التطبيقي من دراستنا، كما اقتصرنا على بعض المتغيرات التي تعكس لنا مخاطر الصكوك، لصعوبة الحصول على البيانات المتعلقة بمخاطر أخرى.

القسم الأول



الإطار النظري للدراسة

الفصل الأول

الصكوك الإسلامية بين النظرية
والتطبيق، مدخل عام

تمهيد

لقد تبوّأت صناعة الصكوك الإسلامية موقعها بكثير من الثقة على خارطة الصناعة المالية العالمية، إذ تعد من أحدث وأبرز أدوات التمويل الإسلامي، وإحدى القطاعات الأسرع نمواً في سوق رأس المال الإسلامي التي لفتت النظر إلى الصناعة المالية الإسلامية على المستوى العالم، باعتبارها البديل الإسلامي للسندات التقليدية.

وقد جاء هذا الفصل كمدخل عام لإعطاء صورة واضحة المعالم عن الصكوك الإسلامية من حيث النظرية والتطبيق.

ستكون البداية بتقديم إطار مفاهيمي حول الصكوك؛ ثم عرض لأهم أنواع هياكل الصكوك وفق أربعة معايير تصنيف مختارة؛ وأخيراً نستعرض عدداً من التحديات والقضايا التقنية التي تواجه صناعة الصكوك وسوقها، ولكي تتمتع الصناعة بمستقبل أفضل تم طرح الآفاق المستقبلية لمنظري المالية الإسلامية إذا رأوا تطويراً لصناعة الصكوك وسوقها. وسيتم التطرق لذلك وفق المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: إطار مفاهيمي حول الصكوك الإسلامية.
- ✓ المبحث الثاني: هياكل الصكوك الإسلامية.
- ✓ المبحث الثالث: تحديات وقضايا صناعة الصكوك الإسلامية وآفاقها المستقبلية.

1- المبحث الأول: إطار مفاهيمي عام حول الصكوك الإسلامية

نعرض من خلال هذا المبحث بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالصكوك الإسلامية، من حيث تعريفها، توضيح فكرتها والتعرف على دور الشريعة في هيكلتها متضمناً ذلك مقارنة بين الصكوك والأداتين الأكثر شيوعاً في سوق الدين التقليدي (السندات والأوراق المالية المدعومة بالأصول)، وكذا علاقة استثمار الصكوك بمقاصد الشريعة؛ ثم نتطرق إلى أهم الخصائص الرئيسية للصكوك من حيث المبادئ والممارسة الفعلية لها في السوق؛ كما نناقش بعض مزايا وأهداف الصكوك من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين؛ وأخيراً نستعرض من خلال هذا المبحث آلية إصدار الصكوك حيث نميز فيها بين عمليتي إصدار صكوك للتمويل والتصكيك.

1-1- مفاهيم أساسية حول الصكوك الإسلامية

يسلط هذا المحور الضوء على بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالصكوك الإسلامية كتقديم أولي، نبدأ بتعريف الصكوك الإسلامية، ثم نتعرف على فكرتها وفي الأخير نحاول إبراز دور الشريعة في هيكلتها من زاوية المالية الإسلامية.

1-1-1- تعريف الصكوك الإسلامية (الصكوك)*: للوصول إلى تعريف واضح ودقيق حول الصكوك، سنحاول تعريفها من ثلاثة زوايا مختلفة: لغوية، ومن حيث الاصطلاح الفقهي والتمويل الإسلامي.

أولاً- تعريف الصكوك لغة: وردت كلمة الصكوك-وتجمع أيضا على صكاك ومفردها "صك"- في معجم اللغة بعدة معاني منها:

- جاء الصك بمعنى الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل هو الضرب عامة بأي شيء ثان¹، كتلاقي شيعين بقوة وشدة حتى كأن أحدهما يضرب الآخر²، ويقال أيضا الضرب (في معنى التوقيع) بختم واحد على وثيقة مكتوبة³.
- كما ورد معنى الصك على أنه الكتاب - كلمة فارسية معربة أصلها جك⁴ - يكتب فيه عن مال مؤجل أو الإقرار بالبيع أو الرهن أو نحوها⁵.

وعليه تشير كلمة "صك" في اللغة العربية وبشكل عام إلى أي وثيقة مكتوبة لحفظ الحقوق، لذلك يقال صك الدين أو صك الملكية، للتدليل على وثيقة إثبات الدين وامتلاك الأشياء⁶.

* اشتهرت "الصكوك الإسلامية" أو كما تعرف بـ"صكوك الاستثمار" اختصاراً بتسمية "الصكوك" وهو المختصر الذي سنعمده في بحثنا هذا؛ ويقابله بنفس اللفظ والمعنى في اللغة الإنجليزية مصطلح "SUKUK" الذي يشير إلى المفرد والجمع معا.

¹ أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم-ابن منظور الإفريقي المصري-، لسان العرب، المجلد 10- حرف القاف والكاف، دون طبعة (د.ط)، دار الصادر، بيروت، لبنان، دون سنة نشر (د.س. ن)، ص 456-457. وسيسار إليه لاحقاً ابن منظور، لسان العرب.

² أبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، بتحقيق وضبط عبد السلام محمد هارون، ج3، د.ط، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1399هـ/1979م، ص 276.

³ Beebee Salma Sairally and Marjan Muhammad, Sukuk: "Principles and practices", Issue1, International Shari'ah Research Academy Finance(ISRA), Kuala Lumpur, Malaysia, 2017, p6. And Nathif. J. Adam and Abdulkader Thomas, Islamic Bonds: "your guide to issuing structuring and investing in Sukuk", 1st edition, euro money books, London, United kingdom, 2004, p42.

⁴ ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ص 457.

⁵ محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، ط1، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1413هـ/1993م، ص 332.

⁶ إبراهيم أحمد البسطوي، إيداع الأوراق المالية في البنوك (وديعة الصكوك) "دراسة مقارنة"، د.ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 32. نقلا عن وليد عوجان، الصكوك الإسلامية وتطبيقاً المعاصرة، ورقة بحث مقدمة إلى "منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2015.

ثانياً-تعريف الصكوك في الاصطلاح الفقهي: من المنظور الفقهي، فقد ورد استخدام أئمة الفقه القدامى لمصطلح "الصك" كوثيقة مكتوبة يثبت بها معاملة للاعتراف بحق من الحقوق (دين أو طعام أو غيرها)*.

وبهذا نجد أن استخدام مصطلح الصكوك من وجهة نظر فقهية لا يختلف عن المعنى اللغوي لها، باعتبارها وثيقة مكتوبة تثبت حقاً؛ أما في الطرح الحديث فيشار إلى هذه الورقة المكتوبة على أنها "شهادة" أو "وصل" أو "حوالة حق".

ثالثاً- تعريف الصكوك في اصطلاح التمويل الإسلامي: الصكوك من منظور التمويل الإسلامي، هي المصطلح الأكثر شيوعاً اليوم للدلالة على الأداة الأكثر استخداماً في سوق التمويل الإسلامي، وأحد أهم ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية** التي جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية.

وسنستعرض فيما يلي أهم تعاريف الصكوك تداولاً وقبولاً في صناعة التمويل الإسلامي:

- تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوبي Accounting and Auditing (AAOIFI organization for Islamic Financial *** في معيارها الشرعي رقم (17) -صكوك الاستثمار- البند رقم (2) الصكوك والتي أطلقت عليها اسم "الصكوك الاستثمارية" تميزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"¹.
- وعرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية (The Islamic Financial Services Board (IFSB) في معياره التكميلي للمعيار الثاني حول متطلبات كفاية رأس المال، بأنها "شهادات تمثل ملكية حاملها لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة"²؛ وختم التعريف بأهم الاختلافات بين الصكوك ونظيرتها التقليدية السندات³.

* ورد مصطلح الصكوك في حديث رواه الإمام مالك بن أنس "وحدثني عن مالك أنه بلغه: أن صكوكاً خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام فتباع الناس تلك الصكوك بينهم قبل يستوفوها..."، للمزيد من التفاصيل أنظر: يحيى بن يحيى الليثي الأندلسي، الموطأ لإمام دار الهجرة مالك بن أنس، حققه وخرج أحاديثه وعلق عليه بشار عواد معروف، المجلد الثاني، ط2، دار الغرب الإسلامي، بيروت، لبنان، 1417هـ/1997م. حديث رقم: 1867، ص 168. كما ورد مصطلح الصكوك في صحيح الإمام مسلم، ولكنه بصيغة جمع مختلفة (صكاك)، للمزيد من التفاصيل أنظر: الإمام الحافظ يحيى الدين أبو زكريا يحيى بن شرف بن مري النووي، المنهاج في شرح صحيح مسلم بن الحجاج شرح النووي عن مسلم (631-676هـ)، كتاب البيوع، باب بطلاق بيع المبيع قبل القبض. دون طبعه، بيت الأفكار الدولية، عمان، الأردن، سنة نشر. ص 968.

** تعرف الهندسة المالية الإسلامية بأنها "المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مبتكرة متوافقة مع الضوابط الشرعية"، أنظر: شيرين محمد سالم أبو قعونة، الهندسة المالية الإسلامية "ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1437هـ/2016م، ص42.

*** المعروفة اختصاراً بالأيوبي (AAOIFI): هي إحدى أبرز المنظمات الدولية غير الربحية الداعمة للمؤسسات المالية الإسلامية، تأسست عام 1991م ومقرها الرئيسة مملكة البحرين، ولها منجزات مهنية بالغة على رأسها إصدار 100 معياراً حتى الآن في مجالات المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات العمل والحكمة بالإضافة إلى المعايير الشرعية التي اعتمدها البنوك المركزية والسلطات المالية في مجموعة من الدول باعتبارها إلزامية أو إرشادية. كما تحظى الهيئة بدعم عدد من المؤسسات الأعضاء من بينها المصارف المركزية والسلطات الرقابية والمؤسسات المالية وشركات المحاسبة والتدقيق والمكاتب القانونية من أكثر من 45 دولة، وتطبق معايير الهيئة حالياً المؤسسات المالية الإسلامية الرائدة في مختلف أنحاء العالم.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوبي AAOIFI)، المعايير الشرعية -النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1438هـ/ديسمبر 2015م-، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1438هـ/2015م، ص467.

**** مجلس الخدمات المالية الإسلامية: يقع مقره في كوالالمبور، افتتح رسمياً في 3 نوفمبر عام 2002، وبدأ عمله في 10 مارس عام 2003، هو هيئة دولية واضحة للمعايير للهيئات التنظيمية والرقابية، التي لها مصلحة مباشرة في ضمان سلامة واستقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية التي تضم بصفة عامة قطاعات المصرفية، وأسواق رأس المال، والتأمين. وفي إطار تأدية مهمته، يعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية على تطوير صناعة خدمات مالية إسلامية تتسم بالشفافية، من خلال إصدار معايير جديدة، أو تكييف المعايير الدولية القائمة المتوافقة مع أحكام الشريعة ومبادئها، والتوصية باعتمادها.

² مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية، المعيار السابع، كوالالمبور، ماليزيا، جانفي 2009م، ص3.

³ للمزيد من التفاصيل أنظر: المرجع السابق، ص3-4.

- وقد عرف مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي (IIFA) International Islamic (IIFA) Fiqh Academy* المنعقد في دورته التاسعة عشر (19) الصكوك في سياق تعريف عملية التصكيك، على أنها: "وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون، قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"¹.
- وعرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission Malaysia (SCM)* الصكوك في دليلها الخاص بالأوراق المالية الإسلامية: بأنها "وثيقة أو شهادة تمثل قيمة أصل"².
- يتضح من خلال التعاريف الأولى ل: (AAOIFI، و IFSB و IIFA)، أنها متقاربة ومتشابهة من حيث الألفاظ والمعنى، وتتفق في وصفها لحقيقة الصكوك من حيث كونها وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات، قد تكون هذه الموجودات (أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون).
- وقد تميز تعريف (أيوبي AAOIFI) بذكر ثلاثة أمور لا يتم اعتبار الصك الصادر بدونها وهي: تحصيل قيمة الصك؛ قفل باب الاكتتاب؛ بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله³؛ كما يعد من التعاريف الأكثر قبولاً وميولاً من قبل الدراسات الأكاديمية، لشموله ودقته في وصف الصكوك من وجهة نظر الباحثين⁴.
- كما تميز تعريف مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA) بذكر هيكلية الصكوك، وهي العملية المبنية على تصميم وبناء الأساس الذي يؤول إليه استثمار حصيلة الصكوك وفق عقد شرعي أو عقود شرعية، فمثلاً في صكوك الإجارة تعتمد صيغة الإجارة، وفي صكوك المضاربة تعتمد على صيغة المضاربة، وهكذا؛ وفي بعض أنواع الصكوك تتداخل عدة صيغ (عقود شرعية) منها الإجارة، والاستصناع والوكالة. وبناء على ذلك يأخذ الصك أحكام العقد الشرعي المبني عليه.
- ومن وجهة نظرنا نرى أن تعريف مجمع الفقه الإسلامي (IIFA) هو الأقرب والأشمل والأدق من التعاريف الأخرى في وصفه للصكوك. بينما يؤخذ على تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية (SCM) الاختصار المخجل رغم وصفه حقيقة الصكوك التي تميزها عن السندات التقليدية، إلا أنه كان مطلقاً من حيث عدم تحديده لنوع الموجودات (الأصول) التي تمثلها الصكوك، إذ لا تعترف الهيئات الدولية واضعة المعايير كهيئة أيوبي (AAOIFI) ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) ومجمع الفقه
-
- * مجمع الفقه الإسلامي الدولي: جاء تأسيسه تنفيذ قرار صادر عن مؤتمر القمة الإسلامي الثالث الذي انعقد في مكة المكرمة عام 1401هـ الموافق 1981م، وهو إحدى الهيئات العلمية المنبثقة عن منظمة المؤتمر الإسلامي، له شخصيته الاعتبارية، ومقره الرئيسي في مدينة جدة، بالمملكة العربية السعودية، يتولى في استقلال تام انطلاقاً من القرآن الكريم والسنة النبوية، بيان الأحكام الشرعية في القضايا التي تمس المسلمين.
- ¹ القرار رقم 178 (4/19) بشأن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاً المعاصرة وتداولها، الصادر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، المنعقد في "دورته التاسعة عشر في إمارة الشارقة- دولة الإمارات العربية المتحدة"، من 1-5 جمادى الأولى 1430هـ الموافق لـ 26-30 أبريل 2009م، متاح على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/2300.html>، تاريخ التصفح: 2017/11/26.
- ** هيئة الأوراق المالية الماليزية: وهي هيئة تابعة لوزارة المالية الماليزية تم تأسيسها من قبل الحكومة الماليزية في 01 مارس 1993، وتعتبر الجهة الرقابية العليا فيسوق الأوراق المالية الماليزية، وهي المخولة قانوناً والمسؤولة بشكل مباشر عن التنظيم والإشراف والرقابة على أنشطة المؤسسات في السوق المالي الماليزي.
- ² Securities commission Malaysia (SCM), Guidelines on the offering of Islamic Securities, Kuala Lumpur, Malaysia, 26July2004, PP 1-4.
- ³ للمزيد من التفاصيل أنظر: حمزة بن حسين الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة ل: "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقد في جامعة الملك عبد العزيز، بجدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431هـ الموافق لـ 24-25 ماي 2010م.
- ⁴ أنظر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص68. وأنظر أيضاً: نجلاء بنت محمد البقي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها "دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة"، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 05-21، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1434هـ/2013م، صص 22-23.

الإسلامي (IIFA) في أن تكون الأصول المالية (أي ديون المرجوة) ضمن الأصول التي تسمح بتداول الصكوك، في حين تسمح هيئة الأوراق المالية الماليزية (SCM) بتداول الصكوك القائمة على هذه الأصول (الأموال والديون)¹؛ كما يؤخذ على جميع التعاريف السابقة الذكر غياب خاصية استحقاق الصكوك (إنهاء صفتها الاستثمارية) واسترداد قيمتها عند حلول أجلها عن نصها.

وعليه سنحاول إعادة صياغة تعريف للصكوك اعتماداً على تعريف مجمع الفقه الإسلامي (IIFA) وضم الشروط الثلاثة الواردة في نهاية تعريف هيئة المحاسبة (AAOIFI) إليه، ليصبح على النحو التالي:

الصكوك هي أوراق مالية* محددة المدة تصدر وفق عقد شرعي، تمثل نسبة مئوية شائعة في ملكية أصول (أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والنقود والديون كلها أو بعضها)، قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها بعد تحصيل قيمتها وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله مقابل استحقاق الربح وتحمل الخسارة لحملتها بحسب حصص مشاركتهم.

تبعا لما سبق يمكن القول أن تعريف الصكوك من منظور التمويل الإسلامي ذو دلالة مالية أوسع من الدلالة اللغوية والفقهية من كون الصك وثيقة لإثبات حق، بل يتعدى ذلك في الصياغة الحديثة للتمويل الإسلامي كون الصك وثيقة مالية تثبت ملكية حاملها، تصدر وتداول لأغراض تمويلية واستثمارية. وبهذا تعد الصكوك استجابة ابتكارية في مجال التمويل الإسلامي، نظرا لقدرتها على استيعاب التطورات في الأسواق المالية وأيضاً التحول في سوق الخدمات التمويلية بالبنوك منذ ثلاثة عقود الأخيرة من القرن العشرين²، وهو ما يمكن توضيحه في طرحنا الموالي لفكرة الصكوك.

1-1-2- فكرة الصكوك الإسلامية

ظهرت الصكوك حديثاً، حيث لم تكن معروفة ضمن الأدوات التمويلية الإسلامية من قبل، ولكن بفعل الحاجة الماسة إلى طرح بدائل عن الاقتصاد الوضعي فقد ظهرت الحاجة أيضاً إلى وضع أسس فقهية واقتصادية وقانونية لأدوات وأوراق تمويلية، بديلة عن الأوراق والأدوات المالية التقليدية. وفي سبيل ذلك ظهرت الصكوك باعتبارها البديل الإسلامي الوحيد عن السندات التقليدية؛ حيث تدور فكرة الصكوك حول إيجاد ورقة مالية تمثل أصولاً حقيقية (اقتصادية) من أعيان ومنافع، تتركز وتتولد من صيغ التمويل الإسلامية من إجارة ومضاربة ومشاركة ومراجعة واستصناع وغيرها.

ومن الناحية العملية فإن فكرة نشأة الصكوك لا تختلف كثيراً عن السندات أو الأوراق المالية المدعومة بالأصول التي سبق أن تعرف عليها التمويل التقليدي في الغرب، لتحقيق أهداف وإشباع حاجات ورغبات أصحاب الديون بشكل أساسي.

وتجدر الإشارة إلى أن الفكر المالي الإسلامي وجد نفسه أمام أمرين كلاهما يدفع في اتجاه إيجاد صكوك تمويلية.

الأول: التوريق الذي ظهر في الغرب، حيث تم دراسة والنظر في مدى إمكانية استخدامه في صناعة التمويل الإسلامي،

وكان السؤال: كيف يمكن الاستفادة من هذا المبتكر المالي مع تفادي المخاطر الشرعية؟

¹ الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (إسرا ISRA)، النظام المالي الإسلامي "المبادئ والممارسات"، ط1، ترجمة ونشر كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، برنامج كرسي للبحث، جامعة محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1435هـ/2016م، ص443. بتصرف.

* إن استهلال تعريفنا ببيان الصكوك نوعاً من أنواع الأوراق المالية، يعني عن تعداد خصائص الأوراق المالية في التعريف، إذ أن من خصائص التعريفات الاختصاص غير المخل. ومن أبرز خصائص الأوراق المالية التي تشمل الصكوك عليها، أنها ذات قيمة متساوية عند إصدارها، ما يترتب عنها تساوي في الحقوق (كالوصول على أرباح) والالتزامات المترتبة عن ملكية الصك، وعدم قابليتها للتجزئة (أي عدم إمكانية اشتراك أكثر من شخص في ملكية صك واحد) نتيجة إرث أو هبة أو وصية لمواجهة المصدر على الرغم من صحتها، بل يتوجب عليهم أن يوكلوا شخص يمثلهم أمام المصدر.

² أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، د. ط، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2014، ص29.

الثاني: أن صيغ التمويل الإسلامية، وإن استطاعت أن تلي الحاجة التمويلية، إلا أنها واجهت تحديات عملية حدت من كفاءتها التمويلية، منها طبيعتها العينية غير سائلة، الطويلة، والمتوسطة المدى، غير القصيرة، وضعف قدرتها في عدم قابليتها للتجزئة.

وقد كان لهدين العاملين التوجه نحو آلية إصدار صكوك تحظى بالشرعية، وتبلور الموقف في تحويل تلك الصيغ التمويلية الأصلية من إجارة ومضاربة ومشاركة وغيرها إلى صكوك أو وثائق ملكية يمكن تداولها في الأسواق المالية والبورصات. وكانت البداية لسندات (صكوك) المضاربة أو المقارضة ثم تلتها ظهور هياكل الصكوك بأنواعها المختلفة ضمن منتجات التمويل الإسلامي، واعتبرت بديلاً شرعياً للصيغة التمويلية الوضعية المعروفة بالسندات التقليدية¹.

1-1-3 دور الشريعة في هيكل الصكوك الإسلامية

سنناقش في بداية هذا العنوان وبإيجاز أهم الاختلافات بين السوق المصرفية التقليدية والدين التقليدي بشكل عام؛ ثم نتعرف على أهم أدواتهما (السندات التقليدية والأوراق المالية المدعومة بالأصول) مسلطين الضوء على الإشكالات الشرعية في هذه الأدوات، وسيسمح لنا هذا الطرح بالتعرف على الإطار العام للمتطلبات الشرعية الخاصة بهيكل الصكوك، والذي نحاول إبرازه من خلال المبادئ الشرعية التي تبنى عليها الصكوك متضمنا علاقة هذه الأخيرة بمقاصد الشريعة والجانب المالي للشريعة.

أولاً- مقارنة بين السوق المصرفية وسوق الدين التقليديين وأدواتهما: لتحصل الشركات على تمويل في السوق المالي التقليدي، لها خياران، بشكل عام إما التوجه إلى البنوك للحصول على القروض، ويعرف سوق المصرفية التقليدي بأنه سوق غير مباشر لتمويل الشركات، لقيام البنوك بدور الوسيط، أي جمع أموال من وحدات الفائضة وتوجيهها لطالبي التمويل (وحدات العجز)؛ أما الخيار الثاني هو التوجه نحو سوق رأس المال، الذي يعرف بسوق التمويل المباشر لأن الشركات تتعامل مباشرة مع المستثمرين، بدلاً من البحث عن تمويل بشكل غير مباشر عبر السوق المصرفية.

يفرض التمويل من خلال البنوك قيوداً على القروض الممنوحة لكل عميل، ولكل قطاع، كما يتطلب التمويل الضخم إما قرض مشترك، حيث تشترك عدد من البنوك في صفقة التمويل كبيرة لشركة واحدة أو يمكن الاستفادة مباشرة من سوق رأس المال، حيث توجد قاعدة كبيرة من المستثمرين. وعندما تضرب أزمة مالية اقتصاد بلدا ما، فإن أكثر القطاعات المتضررة هي السوق المصرفية التي تواجه معوقات في توفير التمويل اللازم لطالبي التمويل من شركات ومؤسسات نتيجة نقص السيولة. وفي المقابل يشهد سوق السندات التقليدية نشاطاً وتطوراً ملحوظاً بسبب القيود المفروضة على السيولة في القطاع المصرفي، وهي بالفعل ما حدث في أسواق سندات دول شرق آسيا خلال الأزمة المالية الآسيوية 1997م، حيث أنشأت الحكومة الماليزية الهيئة الوطنية لسوق السندات سنة 1999م لتطوير سوق السندات في ماليزيا، وفي عام 2002م، قامت الحكومة اليابانية بإنشاء مبادرة أسواق السندات الآسيوية لتطوير سوق السندات في آسيا، وذلك في محاولة لتقديم بديل آخر للتمويل طويل لأجل إضافة إلى السوق المصرفي².

ورغم هذه الاختلافات، إلا أن هناك أوجه شبه بين سوق السندات التقليدية، وسوق الخدمات المصرفية التقليدية، حيث تُعد السندات قرضاً من المستثمر إلى مصدرها؛ مشابهاً للقرض الذي يقدمه البنك لشركة طالبة التمويل. إذ يلزم سداد المبلغ الأصلي للسندات مضافاً إليها الفائدة. وحتى في السندات ذات الكوبون الصفري، يحصل المستثمرون على فائدة تراكمية عند

¹ شوقي أحمد دنيا، استكمال موضوع الصكوك "حكم تأجيل الأجرة" في إجارة الموصوف في الذمة، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد، ورقة بحثية مقدمة إلى "الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في وهران الجزائر، 13_18 سبتمبر 2012م.

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 448.

الاستحقاق، لأنه ليس هناك ضمانات تدعم القرض وتحفظ حق حامل السند، أما بالنسبة للسندات المضمونة فيكون لحامل السند ضماناً من أصول المصدر، حيث يمكن لحاملي هذه السندات المطالبة باسترداد ديونهم المستحقة في حالة عدم الدفع (رأس المال المستحق؛ مضافاً إليه الفوائد المتركمة غير مسددة)، وعليه يمكن القول بأن السندات هي الدليل على المديونية، فساد أصل الدين والفائدة ملزم قانوناً. وهو ما يمنح المستثمرين صفة الدائنين.

بالإضافة للسندات نجد الأوراق المالية (أو السندات) المدعومة بالأصول كأداة أخرى في سوق الدين التقليدي، ففي هذا النوع من الأوراق، لا يحصل المنشئون (مالكو الأصل المولد للدخل) على قروض من سوق رأس المال، بل يقومون ببيع الأصول التي يملكونها عن طريق صفقة توريق* والتي لا بد أن تفي بمعاييرين هما: البيع الحقيقي، وتجنب المصدر مخاطر الإفلاس. فيجب أن يكون بيع الأصول (في صفقة التوريق) بيعاً حقيقياً من وجهة النظر القانونية، حيث تختلف متطلبات البيع الحقيقي من دولة إلى أخرى ومن سلطة قضائية إلى أخرى وترتبط بنوع الأصول المستخدمة في الصفقة. ويمنع البيع الحقيقي القانوني دائني (حملة هذه الأوراق المدعومة) المنشئ من إرجاع الأصل المباع في حالة تعرض المنشئ للإفلاس، وبعبارة أخرى، يجنب البيع الحقيقي القانوني** المستثمرين مخاطر إفلاس المنشئ.

وبساطة تعني الأوراق المالية المدعومة بالأصول تسهيل أصول المنشئين. ويتم دفع العوائد للمستثمرين في هذه الأوراق من التدفقات النقدية المتولدة من الأصول. ويمكن للمستثمرين اللجوء في حال التعثر للأصل، وليس للمنشئ¹.

ثانياً- الإشكال الشرعي للسندات والأوراق المالية المدعومة بالأصول مقابل الصكوك: بالنسبة للسندات يمكن أن نلاحظ بسهولة الإشكال الشرعي في العلاقة التعاقدية الأساسية التي تتم عند إصدارها والاستثمار فيها-وقد تمت الإشارة لذلك مسبقاً-، بينما يتم هيكلة الصكوك باستخدام العقود الأساسية (البيع، والإجارة، والشراكة وغيرها) لتمكين حملة الصكوك من التمتع بعائد شرعي مقابل استثماراتهم، بالإضافة إلى ذلك، تنطوي السندات على الديون فقط، في حين قد تشمل الصكوك على الديون ناتجة عن البيع في إحدى مراحل إصدارها ولكن وفق ضوابط شرعية تحدد إصدارها وتداولها، أو قد تكون تابعة لأصول عينية كما تنص عليها المعايير الإسلامية المتفق عليها دولياً. إلا أن واقع تطبيق الصكوك أوجد صكوكاً تمثل ديوناً فقط، كما هو الحال في ماليزيا قبل صدور دليل الأوراق المالية الإسلامية عام 2004م. لكن هذا التغيير مع صدور الدليل الجديد، سمح للصكوك بأن تمثل ديوناً تابعة لأصول حقيقية. من وجهة نظرنا التي تتوافق مع آراء الكثير من الباحثين المختصين تبقى الإصدارات الماليزية تشوبها بعض الإشكالات الشرعية خاصة في هذا الجانب (تمثيل الصكوك للديون).

أما بالنسبة للأوراق المالية المدعومة، عادة ما تمثل ديون مرجوة الأداء، وهي الأصول الأكثر استخداماً في السوق التقليدي للأوراق المالية المدعومة بالأصول، سواء تمثلت في قروض الرهن العقاري، أو بطاقات الائتمان، أو قروض أخرى. حيث لم يسمح أي من علماء الشريعة في أي دولة ببيع الدين التقليدي. ومع ذلك، هناك اختلافات في الرأي بين السوق الماليزية وكذا بعض دول شرق آسيا وسوق الشرق الأوسط منها سوق دول مجلس التعاون الخليجي عندما يتعلق الأمر ببيع الدين الناشئ بسبب شرعي***.

* سيتم التفصيل لاحقاً في عملية التوريق، أنظر: ص 27-29.

** قد لا يتماثل البيع الحقيقي قانوناً مع البيع الحقيقي محاسبياً، وقد تطورت معايير البيع الحقيقي مع مرور الوقت أخذاً في الاعتبار أهم الأحداث التي مرت بالاقتصاد العالمي، وعادة ما تدقق المعايير المحاسبية للبيع الحقيقي في مسألة التحكم (US GAAP) ونقل المخاطر والعوائد (IFRS). نقلاً عن: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 449.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 448-449.

*** المقصود بالدين المتوافق مع الشريعة هو الدين الناتج عن معاملات مالية شرعية.

عموماً، لم يسمح علماء دول الشرق الأوسط بتداول الديون المتوافقة مع الشريعة سواء بخصم أو زيادة. ويعود هذا أساساً إلى أن الدين النقدي يُؤوّل إلى الربا عندما يتم تداوله بغير قيمته الاسمية؛ في حين يجوز استخدام الأصول الأخرى من غير الديون في هيكله الصكوك المدعومة بالأصول في تلك الدول، والتي تتم في صفقة (إصدار/ تصكيك) من خلال بيع الأصول لجمع الأموال. وفي المقابل، يسمح القانون الرسمي في ماليزيا باستخدام الدين كما يسمونه المتوافق مع الشريعة كأصول أساسية للصكوك المدعومة بالأصول الأساسية.

بناءً على ما سبق، يتطلب عند هيكلة الصكوك الاهتمام بالعلاقة التعاقدية في السوق الأولية (سوق الإصدار)، فإن كان المستثمرون يرغبون في التمتع بعوائد متوافقة مع الشريعة، فلا يمكن لهذه العلاقة أن تكون دائنية (قرضاً). ووفقاً للمعايير الشرعية، لا ينبغي أن يشمل الأصل ذمماً مدينة يتم تداولها بخصم أو علاوة. ولضمان إمكانية تداول الصكوك في السوق الثانوية لاحقاً، لا بد من النظر إلى الأصول التي تمثلها، فإذا كانت تمثل ديوناً، فلا تسمح المعايير الشرعية الدولية بتداولها في السوق الثانوية، وإذا تم تداولها فيكون وفق ضوابط شرعية محددة منها التداول بالقيمة الاسمية¹.

ثالثاً- مبادئ شرعية تبنى عليها الصكوك²: إن أهم المبادئ التي يقوم عليها التمويل الإسلامي، بجميع أشكاله وعقوده وأدواتها بما فيها الصكوك، ارتباطه بالواقع الحقيقي، وعدم انفصال الأصول المالية عن الأصول الحقيقية. فالمبدأ الأول والأساسي والأهم هو أن الورقة المالية تمثل شيئاً حقيقياً، من أصل ثابت، أو سلعة، أو منفعة، أو خدمة. على خلاف بعض الأوراق المالية التقليدية كالسندات والمستندات المالية التي عادة ما تنفصل عن الواقع الحقيقي، وتكون وسيلة للمضاربة (المقامرة) المحض وأداة لتدمير الثروة. كما حدث عقب حدوث الأزمة المالية العالمية 2018م، وأحد أهم مسببها.

وعليه فإذا كان الأصل المالي هو فقط تعبيراً أو تمثيلاً لأصل حقيقي، فإن القواعد والأحكام الشرعية التي تطبق على الأصول الحقيقية هي نفسها التي ينبغي أن تطبق على الأصول المالية الممثلة لها*؛ وبما أن الضوابط والأحكام التي حدتها الشريعة الإسلامية لتبادل الأصول تختلف من نوع إلى آخر، فأحكام تبادل النقود والديون تختلف مثلاً عن أحكام تبادل الأعيان. ثم إن ما تمثله الصكوك من أصول يتغير ما بين إصدارها وإطفائها³. فإذا كانت الصكوك تمثل ديوناً - في حالة تمت تصفيته وكانت الموجودات ديوناً، أو تم بيع ما تمثله بثمن مؤجل - فتنطبق عليها جميع أحكام الديون وبالتحديد أحكام حوالة الدين، سواء أكانت الديون نقدية أي مبالغ من النقود، أم كانت عينية أي ديوناً بمقادير محدد من سلعة معينة بجميع أوصافها. وتتلخص أحكام حوالة الدين بجواز انتقال الدين من شخص إلى آخر، شريطة أن يكون ذلك بالقيمة الاسمية للدين فقط، بغض النظر عن تاريخ استحقاقه، وعن سبب نشوء الدين مهما كان، معنى ذلك أن تداول هذا النوع من الأصول المالية يخضع للقواعد الشرعية المتعلقة بانتقال الدين من يد إلى أخرى. أما إذا كان الصك يمثل نقوداً، حيث يكون هذا غالباً قبل استخدام حصيلة الصكوك وبدء النشاط، عندئذ يخضع لقواعد تداول النقود (عقد الصرف). ويخضع التبادل (التداول) بشرطين هما: التساوي في القيمة الاسمية، والتسليم الفوري للثمن وللصك عند التداول، هذا إذا كان البيع بنفس عملة الصك. أما إذا كان البيع بعملة أخرى، فيشترط فقط الدفع والتسليم الفوري عند التداول.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 448-450.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، د. ط، دون ذكر دار النشر (د. د. ن)، نسخة الكترونية، الدوحة، قطر، 2013، ص 362.

* إن أهم الأحكام الشرعية التي تطبق على الأصول المالية هي أحكام عقود البيع والصرف وحوالة الدين.

³ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية: مدخل عام، بحث مقدم إلى: "ندوة الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، تونس، 28-29 مارس 2015م.

أما الصك الذي يمثل سلعاً أو أصولاً أو حقوقاً أخرى بعد إتمام عملية الإصدار فهو يخضع لأحكام البيع، ويكون البيع بالقيمة السوقية التي ترتفع وتنخفض لعوامل العرض والطلب، ولا يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة الإصدار أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك؛ وينبغي أن يكون البيع لأصل حقيقي، فلا يجوز تداول مجرد حسابات أو قيم معنوية لا حقيقة لها - أصولاً مالية-. ويجدر التذكير بالأصول الحقيقية التي يمكن أن تمثلها الصكوك فيما يلي: (الأصول العينية المادية، الأصول المعنوية، المنافع والخدمات، وأصول مختلطة مما سبق ذكره وحدها أو إضافة إلى النقود والديون، على شرط أن تكون الغلبة لأصناف الأربعة المذكورة في الأول).

ويمكن أن يكون البيع (التداول) للصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها¹.

بناء على ما سبق نستنتج أن الصكوك قد تكون قابلة للتداول في مرحلة من عمرها ولا تكون كذلك في مرحلة أخرى، علماً أن المعيار الشرعي رقم (17) المتعلق بصكوك الاستثمار الصادر عن الأيوبي (AAIOFI)، قد تضمن وبالتفصيل الأحكام والضوابط الشرعية لكامل المراحل التي تمر بها الصكوك من إصدار وتداول واسترداد².

رابعاً-علاقة الصكوك بمقاصد الشريعة

إن الاستثمار في مجال الصكوك هو حفظ للمال وتنميته وتداوله والعمل على رواجه، وهذا من أهم مقاصد الشريعة في حفظ المال³. وقد نص مجمع الفقه الإسلامي (IIFA) على أهمية تنمية الأسواق في توصيات الندوة الأولى للأسواق المالية المقامة في مدينة الرباط بالمغرب إلى: "في ضوء ما هو مقرر في الشريعة الإسلامية من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، ولما للأسواق المالية من دور في تداول الأموال وتنشيط استثمارها فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة، وباعتبار ما سيتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية"⁴. وفي هذا السياق تعتبر الصكوك من الأدوات التمويلية الإسلامية التي يمكن أن تتداول في السوق المالية الإسلامية. على ضوء ما سبق، يمكن إبراز أهم السمات التي تتميز بها الصكوك.

1-2- خصائص الصكوك بين المبادئ والممارسة

ظهرت الصكوك من فكرة إيجاد بديل شرعي للسندات التقليدية غير المشروعة، لأنها تدخل في باب الربا المحرم شرعاً، كما تدل عليه آيات القرآن والأحاديث النبوية الشريفة، وفي نفس الوقت أن يكون للصكوك مزايا وفوائد ماثلة للسندات التقليدية حتى تلقى القبول العام في ظل ما فرضته تبعات العولمة المالية، بذلك كانت خصائصها في بدايات تطبيقها تقليداً (محاكاة) للأدوات الدخل الثابتة التقليدية، على سبيل المثال لا الحصر: دفع عوائد منتظمة وثابتة في أغلب الأحيان، استرداد رأس المال بالقيمة الاسمية عند حلول أجل الاستحقاق، التماثل في تسعير المخاطر بدلا من اعتماد الصكوك في تسعيرها على مبدئها الأساسي وهو المشاركة في الربح والخسارة.

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 362-364.

² للمزيد من التفاصيل أنظر: أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 479-482.

³ محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية "السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين"

كمنثال تطبيقي، ط1، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، 1432هـ/2011م، ص 197.

⁴ مجمع الفقه الإسلامي (IIFA)، البيان الختامي وتوصيات الندوة الأولى للأسواق المالية، الرباط، المغرب، 24-20 أكتوبر 1989م، متاح على الرابط: <http://www.iifa.org> تاريخ التصفح: 2019/08/23م.

من أسباب هذا التقارب إضافة إلى ما تم ذكره ، الدور المحوري الذي يلعبه سوق السندات التقليدية في الاقتصاد والأسواق المالية العالمية، من خلال ما يعرف بمنحنى العائد* الذي يعتمد عليه مع المعدل الخال من المخاطر في تسعير الأدوات المالية التقليدية الأخرى والتي تعكس تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للمستثمرين؛ وفي ظل غياب منحى العائد الذي يعكس سوق الصكوك في بدايات ظهوره جعلت الصكوك تحاكي نظيرتها من أدوات الدخل الثابتة التقليدية، والتي من المفروض أن تختلف عنها. ولكن مع نضج سوق الصكوك وتطور معالمة¹، خاصة بعد تحديد المجمع الفقهي والهيئات الشرعية والمتخصصين في المالية الإسلامية لخصائص الصكوك، أصبحت الصكوك اليوم ورقة مالية ذات خصائص تميزها عن السندات التقليدية وغير مرتبطة بها، ناتجة عن التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، لكن هذا لا يعني اختلافها كلياً عن السندات التقليدية، وإنما يكمن الاختلاف في الجوهر والمبنى. وعليه سيتم إبراز الخصائص الرئيسية التي تفردها الصكوك إلى جانب بعض الخصائص التي تشترك فيها مع السندات والأوراق المالية التقليدية الأخرى.

أولاً- تثبت حق ملكية في موجودات الصكوك: بخلاف السندات التقليدية التي تمثل ديناً بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها، تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية حقيقية لموجودات تدر عائداً عن استثمار شرعي وليس في العائد فقط²، حيث يستحق حاملها على قدر قيمة صكوكهم نسبة الربح المتفق عليها والمحددة في نشرة الإصدار، ويتحملون مخاطر الاستثمار كاملة والأعباء والتبعات المترتبة عن ملكيتهم في موجودات الصكوك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوطاً في القيمة، أو مصاريف الصيانة أو اشتراكات التأمين³. بهذه الخاصية تتفق الصكوك مع الأسهم المتوافقة مع شرعية رغم وجود اختلافات بينهما، وتتميز بها عن السندات التقليدية.

ثانياً- استخدام العقود الشرعية في هيكل الصكوك: تختلف الصكوك في هيكلتها وجوهرها عن السندات التقليدية، حيث تمثل هذه الأخيرة دليلاً على المديونية، فسداد أصل الدين والفائدة ملزماً قانوناً، وهو ما يمنح المستثمرين صفة الدائنين**، ويعد ذلك إشكالاً شرعياً في العلاقة التعاقدية الأساسية لإصدار السندات التقليدية، ففي الشريعة، لا بد أن تكون عقود القروض حسنة، وأي منافع تعاقدية إضافية للمقرض تعد من الربا المحرم شرعاً كما تدل على ذلك آيات القرآن الكريم والأحاديث النبوية، لهذا لا يمكن للصكوك مجازة السندات في الاعتماد على القروض كعلاقة تعاقدية، لأن المستثمرين لا يمكنهم التمتع شرعاً على أي عوائد في مثل هذه الحالة، وبدلاً من ذلك تستند الصكوك في إصدارها إلى أحد عقود فقه المعاملات المالية وضوابطها الشرعية من شراكة وبيع وإجارة وغيرها، ويحدد هذا العقد الشرعي طبيعة العلاقة الأساسية التي تربط مصدر الصكوك بالمستثمرين فيها وتمكنهم

* **منحنى العائد (Yield Curve):** هو منحنى يوضح أسعار الفائدة في نقطة زمنية محددة للسندات ذات الجودة الائتمانية المتساوية ولكنها ذات تواريخ استحقاق مختلفة. يقارن منحنى العائد الأكثر شيوعاً بين سندات الخزانة الأمريكية ضمن ثلاثة أشهر وعامان وخمس سنوات و30 عاماً. ويستخدم منحنى العائد كقياس للدين في السوق مثل معدلات الرهن العقاري (Mortgage Rates) أو أسعار الفائدة على القروض المصرفية كما أنه يستخدم للتنبؤ بالتغيرات في الناتج الاقتصادي والنمو. يعطي شكل منحنى العائد فكرة عن تغيرات معدل الفائدة (Interest Rate) المستقبلية والنشاط الاقتصادي.

¹ Beebe and Marjan, **Op-Cit**, pp 10-12.

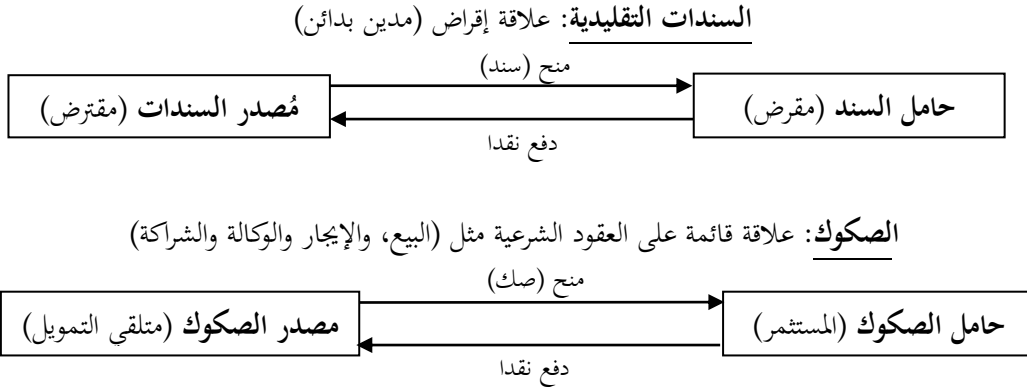
² عبد العظيم أبو زيد، **نحو صكوك إسلامية حقيقية**، مقال متاح على الرابط: <http://abdulazeem-abozaid.com/en/wp-content/uploads/2012/07/Towards-Genuine-Islamic-Sukuk.doc>، تاريخ النشر 2012/07/25، تاريخ التحميل: 2017/12/10، ص 1-2. بتصرف.

³ عامر يوسف العتوم، **تساؤلات حول قابلية الصكوك الإسلامية لتمويل الإنفاق الحكومي؟**، جمع "مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، نظمته قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية تاهانج الماليزية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، خلال الفترة: 12-13 نوفمبر 2013، ص 534.

** سيتم التفصيل فيها لاحقاً أنظر خامساً، ص 15

شريعياً من التمتع بعائد مقابل استثمارهم¹، والشكل رقم (1-1) أدناه يوضح اختلاف العلاقة التي تنشأ بين المصدر وحملة السندات التقليدية ومقارنتها بالصكوك.

الشكل (1-1): العلاقة القائمة بين مصدر الصكوك/السندات وحاملها



Source: Beebee and Marjan, Op-Cit, p14

يمكن أن نستنتج من هذه الخصيصة، اعتماد هيكله السندات التقليدية على صيغة (منتج) وحيدة وهي الإقراض مقابل فوائد، تتحد بناء عليها علاقة دائن بمدين لا غير بين المصدر وحملة السندات، في حين تعتمد هيكله الصكوك على تشكيلة واسعة (متنوعة) من العقود الشرعية، تنشأ عنها التزامات وحقوق بين المصدر وحملة الصكوك، تختلف باختلاف العقد الشرعي وتؤخذ أحكامه².

ثالثاً- ترتبط الصكوك بأنشطة اقتصادية حقيقية*: نعتبر هذه الخاصية تحصيل للخاصيتين سابقتين الذكر، وهو ما يمكن استنتاجه من خلال ما سيتم توضيحه.

إن أهم المبادئ التي يقوم عليها التمويل الإسلامي، بجميع منتجاته وعقوده ارتباطه بالنشاط الحقيقي، وعدم قبول انفصال الأصول المالية عن الأصول الحقيقية. لذلك لا بد أن يمثل الصك شيئاً حقيقياً، من أصل ثابت أو سلعة، أو منفعة، أو خدمة، أو خليط من ذلك كله أو بعضه. ثم إن أهم مقتضيات هذا المبدأ هو أننا لا ننظر إلى الصك كورقة مالية مستقلة عما تمثله³. فالصكوك من وجهة النظر الشرعية ليست أصولاً مالية وإنما تعبير (توثيق أو تمثيل) عن أصول حقيقية⁴ ناتجة عن هيكله قائمة على صيغ التمويل الإسلامية المرتبطة ارتباطاً مباشراً بالنشاط الحقيقي، مما يجعل القطاع المالي يعكس صورة القطاع الحقيقي، على خلاف الأثر الاقتصادي للسندات التقليدية أو القروض الربوية التي تمثل ديون في ذمة مصدرها، تولد عائداً ممثلاً في فائدة ربوية دون أن يكون لهذا العائد اتصال بنشاط حقيقي يولد قيمة مضافة، ويترتب على ذلك أن يصبح معدل نمو المديونية أسرع من نمو الاقتصاد الحقيقي، أي توسع القطاع المالي على حساب القطاع الحقيقي، وبالتالي انفصالهما عن بعض⁵. وما لم يتم

¹ بالاعتماد على: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 448-449.

² للمزيد من التفاصيل أنظر: القرار رقم 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق. وأيوني (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 477 * المقصود بأنشطة اقتصادية حقيقية، هي الأنشطة المتعلقة بعمليات إنتاج الثروة من سلع وخدمات وعمليات إيصالها إلى مستعملها النهائيين، أو بعبارة أخرى عمليات الإنتاج والتبادل التي تولد قيمة مضافة للنشاط الاقتصادي.

³ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 362.

⁴ المرجع السابق.

⁵ بالاعتماد على: سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، ط 1، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، لبنان، 2013، ص 85-86. بتصرف.

تصحيح هذا الوضع، فإن مآل الاقتصاد سيكون الاختناق تحت وطأة خدمة هذه الديون، وما الأزمة المالية العالمية 2008م، إلا حلقة ضمن سلسلة من الأزمات المالية التي لم تفتأ تعصف بالنظم الرأسمالية¹.

وعليه يمكن اعتبار الصكوك من أهم منتجات التمويل الإسلامي التي لا تنفك عن النشاط الحقيقي، بتسهيلها وتشجيعها للمبادلات التي تولد قيمة مضافة للنشاط الاقتصادي، وتقديمها أفضل منهج لضبط المديونية والسيطرة عليها، فالتمويل من خلال الصكوك يمنع إنشاء مديونية بهدف الربح إلا من خلال عملية حقيقية، عبر تمويل عمليات تبادل أو إنتاج سلع أو منافع أو خدمات، وهذا هو مصدر تنمية الثروة وتحقيق الرفاه الاقتصادي لأفراد المجتمع².

رابعا-تصدر الصكوك لآجال مختلفة: تبعا للأحكام والضوابط المتعلقة بإصدار الصكوك الاستثمارية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة أيوبي (AAOIFI)، فإنه يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه³.

وبشكل عام من حيث الممارسة الفعلية، عادة ما يتم إصدار الصكوك لآجال محددة المدة، خاصة الإصدارات المتوسطة والطويلة منها. أما بالنسبة للصكوك الدائمة*-ليس لها تاريخ استحقاق (دون أجل)-، التي ظهرت في السوق لأول مرة عام 2012م**، المتفق عليها تحت تسمية*** "الصكوك الممثلة للقواعد الإرشادية لبازل 3 أو الصكوك المستوفية لمعايير بازل 3"، واختصارا "صكوك بازل" أو "بازل 3"، لها خصائص أقرب إلى أدوات حقوق الملكية (أقرب إلى الأسهم) مقارنة بالصكوك العادية محددة المدة⁴، حيث كان الغرض من إصدارها امتصاص خسائر البنك**** عند وقوعها وحماية المودعين عبر تحويل قيمة إصدارات الصكوك إلى أسهم عادية أو يتم استخدامها لإطفاء الخسائر، وبذلك قد يخسر مستثمرو الصكوك بها⁵.

أما الصكوك قصيرة الأجل فقد تم تطويرها لتسهيل إدارة السيولة الإسلامية، تقوم أساسا على تحويل مخاطر وعوائد الاستثمار إلى الأطراف المقابلة لفترات قصيرة، وتوفر في نفس الوقت حلا لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية (IIFS) Institutions Islamic of Financial Services لاستثمار سيولتها في أوقات الفائض، والحصول عليها في أوقات العجز (نقص السيولة)⁶. لذلك يتوقع من الصكوك قصيرة الأجل أن تواجه تحديات المؤسسات المالية الإسلامية في العثور على أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية لإدارة سيولتها بشكل أكثر فعالية وكفاءة⁷.

¹ سامي السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 86.

² سامي السويلم، المرجع السابق، ص 83، بتصرف.

³ انظر: أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 479.

* سيتم التفصيل في هذا النوع من الصكوك، أنظر ص ص 67-68.

** أصدرها بنك أبوظبي الإسلامي (Abu Dhabi Islamic Bank).

*** من أهم المصطلحات التي عددها الباحثين، نذكر منها: صكوك الشريعة الأولى من رأس المال، الصكوك التابعة لرأس المال التكميلي، الصكوك الثانوية لتعزيز القاعدة الرأس مالية للبنك، صكوك رأس المال المساند للشريعة الثانية، الصكوك الدائمة.

⁴ اعتمادا على: محمد خالد الخنيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل الداعمة للقاعدة الرأسمالية للبنوك السعودية، مقال متاح على الرابط: <http://www.al-jazirah.com/2017/20170507/ec10.htm>، نشر بتاريخ يوم الأحد 2017/05/07، تاريخ التصفح 2017/12/14. و Beebe and Marjan, Op-Cit, p16. بتصرف.

**** تجدر الإشارة أنه خلال السنوات الأخيرة كانت معظم إصدارات صكوك بازل من البنوك الخليجية لدعم القاعدة الرأسمالية (Capital Boosting Sukuk) للبنوك وفق متطلبات بازل 3.

⁵ محمد الخنيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل، مرجع سابق.

⁶ Beebe and Marjan, Op-Cit, p16.

⁷ Ibid, pp16-17.

بناء على ما سبق نجد أن التنوع في آجال استحقاق الصكوك مقارنة مع الأدوات المالية التقليدية الأخرى، يجعل منها أداة متميزة وإحدى أهم ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية التي تخدم مختلف احتياجات المؤسسات المالية وخاصة الإسلامية منها، وتلبي في نفس الوقت حاجة المستثمرين الذين يرغبون استثمار أموالهم في أدوات متوافقة مع الشرعية الإسلامية.

خامسا-تمنح الصكوك توزيعات أرباح دورية: أوجد الواقع العملي أنه مثل السندات التقليدية، يمكن أن توفر الصكوك مصدر دخل لحملتها من الربح الذي قد يتحقق في نهاية المشروع أو في فترات دورية (منتظمة) معينة¹.

إلا أن الاختلاف بين هاتين الأداةين من حيث هذه الخاصية، يكمن في أن السندات التقليدية تمثل قرضا يدين به حامل السند (المقرض) للشركة المصدرة له (المقترض)، ويكون رأس المال (القيمة الاسمية للسند) مضافا إليه الفوائد المحددة (تمثل نسبة مئوية محددة من رأس المال) مضمونة والتزاما على المصدر يتقاضاها حملة السندات في مواعيد محددة ومتفق عليها مسبقا في نشرة الإصدار (عقد السندات)²، فحامل السند لا يتأثر بنتيجة الأعمال الممولة من حصيلة اكتتاب السندات سواء كانت ربحا أم خسارة³، لأن عائد السند التقليدي زيادة مشروطة في القرض، وهو من الربا المحرم⁴، بخلاف الصك الذي يتأثر حامله بنتيجة أعمال المشروع الذي أصدر الصك على أساسه، فالتوزيعات الدورية لأرباحه (إن وجدت) تكون مرتبطة بالربح الفعلي الناتج عن استثمار حقيقي للأصول التي تمثلها الصكوك⁵، لذا فإن العوائد التي تحققها الصكوك ليست التزاما في ذمة مصدرها، وإنما ناشئة عن نسبة (حصة) شائعة من ربح أو غلة العقود التي بنيت عليها هيكلية الصكوك (وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية). وتحدد هذه النسبة وقت التعاقد أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب أو في الصك نفسه، بحيث تتضمن حصة المضارب (مصدر الصك) وحصة أرباب المال (حملة الصكوك) من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع أو في فترات دورية معينة (سنوية، أو نصف أو ربع سنوية)، كما يجوز أن يعاد النظر فيها كل فترة باتفاق الطرفين؛ أما في صكوك الإجارة فيكون عائد الصك محدد عند الإصدار وممثلا في قسط الإيجار (الأجرة)، بذلك يجوز أن تكون نسبة من رأس المال وهو دين في ذمة المستأجر⁶.

سادسا-استخدام حصيلة الصكوك في أنشطة مباحة: من المتطلبات الشرعية تخصيص حصيلة الاكتتاب في الصكوك واستخدام ما تؤول إليه من أصول حقيقية في مشاريع وأنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، على سبيل المثال إذا أخذنا حالة الصكوك الهيكلية على صيغة الإجارة، فإنه لا يمكن استخدام مبنى -وهو أصل متوافق مع أحكام الشريعة- لتوليد إيرادات من إجارة أنشطة كازينو للقمار مثلا. هذه الخاصية لا تعد شرطا مسبقا لإصدار السندات التقليدية، التي يمكن استخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل أي نشاط دون فرض قيود⁷.

¹ Beebe and Marjan, Op-Cit, pp 17-18

² أشرف محمد دوابه، الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2008م، ص105. وحزمة الشريفة، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق. بتصرف.

³ فؤاد محمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة الدكتوراه مقدم إلى ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م.

⁴ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، المرجع السابق.

⁵ بالاعتماد على: خالد بن سعود الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، رسالة دكتوراه في الفقه المقارن، المعهد العالي للقضاء بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، نشرت هذه الرسالة من قبل برنامج دعم رسائل وأبحاث طلاب للدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، رقم المشروع 23/04، المملكة العربية السعودية، 2013/1434م، ص47.

⁶ عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ورقة بحثية مقدمة ل: "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقد في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431هـ الموافق ل24-25 ماي 2010م. وخالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص47.

⁷ Beebe and Marjan, Op-Cit, p18.

في هذا الصدد أصدرت هيئة الأيوبي (AAOIFI) في معيارها رقم (17) الخاص بصكوك الاستثمار في البند (5/8/1/5) المتعلق بالضوابط التي لا بد أن تراعى في نشرة الإصدار "أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية"¹.

تبعاً لما سبق، إذا استثمرت حصيلة اكتتاب الصكوك في أنشطة محرمة، كصناعة الخمر والإقراض بفائدة، فإن الصك لا يعد إسلامياً ولا يجوز إصداره ولا تداوله ولا يحل الربح العائد منه، لأن إصدار هذه الصكوك وتداولها يعد مساهمة في نشاط محرم، والربح العائد منه هو ربح في نشاط لا تجيزه الشريعة الإسلامية².

سابعا- تداول الصكوك* وفق ضوابط الشرعية: يعد وجود أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وقابلة للتداول ذا أهمية بالغة للمستثمرين في أسواق رأس المال الإسلامية، كما هو الحال بالنسبة للمستثمرين المتعاملين في سوق السندات التقليدية، ما يزيد من سيولة سوق الصكوك³، وكون الصك ورقة مالية فالأصل هو قابليتها للتداول (إمكانية تسيلها) وهي العملية التي يتم فيها انتقال الصك من مستثمر إلى آخر عن طريق البيع المباشر أو من خلال وسيط في السوق الثانوي، ويترتب عن ذلك جميع الحقوق المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع أو رهن أو ارت⁴.

إلا أن قابلية الصك لتداول تحكمه قواعد وضوابط شرعية، من أهمها على سبيل المثال لا الحصر، عدم جواز بيع ما لا يملك. وقد حددت هيئة أيوبي (AAOIFI) في معيارها الشرعي رقم (17) شروطاً أساسية تجعل من الصك قابلاً للتداول منها⁵:

- ✓ يجب أن يتمتع حملة الصكوك بجميع الحقوق والالتزامات الناتجة عن ملكيتهم التامة للموجودات الحقيقية التي تمثلها الصكوك، سواء كانت أعياناً أو منافعاً أو خدمات؛
- ✓ يخضع تداول الصكوك للشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول التي تمثلها، لذا يجب أن لا تمثل الصكوك ديوناً في الذمم بغرض التداول، لأن تداول الصكوك القائمة على عقود المدائبات مثل صكوك السلم والمرابحة يخضع إلى أحكام التصرف في الديون والصرف؛
- ✓ تضاف الشروط سابقة الذكر إلى شرط عام، وهو أن تكون عملية إصدار وتداول واسترداد الصكوك بكاملها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتي يلخصها الشكل رقم (1-2) أدناه، حيث تبدأ من تحديد الأصول الأساسية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثم الاعتماد على عقود التمويل الشرعية في هيكلية الصكوك واستخدام حصيلة الصكوك في أنشطة مباحة شرعاً، وأخيراً أن تتم عملية تداول واسترداد الصكوك وفق القواعد والمبادئ الشرعية⁶.

¹ أنظر: أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 478.

² عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية، مرجع سابق، ص 20. بتصرف

* يجب التفريق بين شراء الصكوك من السوق الأولية (سوق الإصدار) -أي عند شراء الصكوك من مُصدرها في مرحلة الإصدار-، وبين تداولها (بيعها وشراؤها) في السوق الثانوي - أي عندما تشتري من حاملها الذي كان قد اشتراها من مصدرها أو من شخص آخر-، فيطلق على الحالة الأولى تملك الصكوك، أما الحالة الثانية يطلق عليها تداول الصكوك.

³ Beebe and Marjan, **Op-Cit**, p19

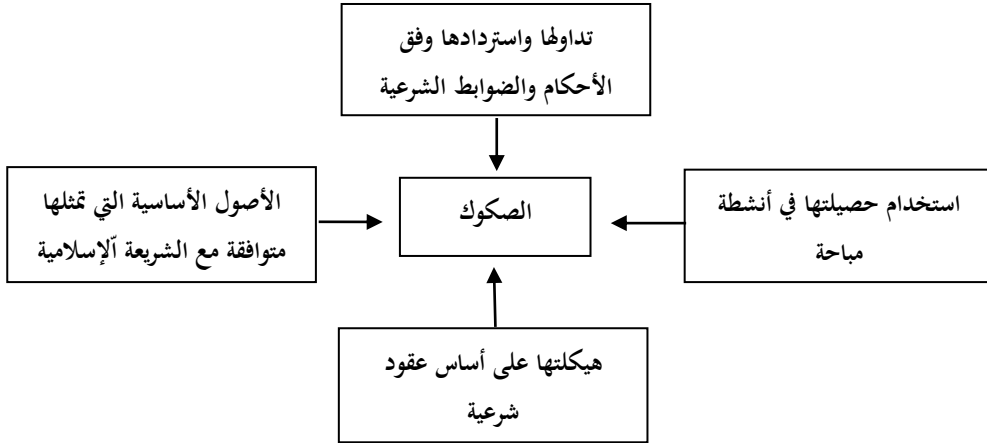
⁴ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 20. وأحمد سالم ملحم، تداول الصكوك الإسلامية وإطفاؤها، مقال متاح على الرابط:

http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_58.html، تاريخ النصف: 2017/12/23.

⁵ للمزيد من التفاصيل انظر: أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص ص 479-482.

⁶ Beebe and Marjan, **Op-Cit**, p19-20

الشكل (1-2): المتطلبات الشرعية الأساسية لإصدار وتداول الصكوك



Source: Beebee and Marjan, *Op-Cit*, P20

ثامنا- إمكانية إصدار الصكوك بفئات وعمليات مختلفة واستهدافها أسواقا جديدة: عادة ما يجري سوق الصكوك تطورات سوق الأوراق المالية التقليدية الأخرى، سواء من حيث العملات، فئات الإصدار واستهداف قطاعات جديدة وفئات مستثمرين مختلفة على الصعيد المحلي والعالمي، ويمكن توضيح ذلك من خلال ما سيأتي¹:

1- إصدار صكوك التجزئة (Retail Sukuk)*: هي صكوك يتم إصدارها بفئات صغيرة- قيمة اسمية منخفضة-، تستهدف بشكل خاص قطاع الأفراد والأسر لتسهيل إمكانية دخولهم سوق الصكوك، بما يتوافق مع قدراتهم الاستثمارية. حيث تسمح صكوك التجزئة بزيادة عدد الخيارات الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين الأفراد، بتوفيرها أداة متوافقة مع الشريعة الإسلامية وبدل استثماري عن حسابات الودائع البنكية ذات العوائد (الفوائد) المنخفضة، مع إمكانية توفيرها عوائد منتظمة ومضمونة رأس المال، إذا تمت هيكلتها كأداة دخل ثابتة -كصكوك الإجارة-، كما أن لها القدرة على حشد الأموال ومضاعفتها من خلال جذب مستثمرين من عامة الناس للاستثمار في إصدارات الشركات والحكومات، وتوفر في نفس الوقت لجهات الإصدار ميزة تنويع مصادر تمويلها.

2- إصدار الصكوك بعمليات مختلفة: يمكن إصدار الصكوك بعمليات مختلفة، أما من حيث الممارسة الفعلية نجد أن الدولار الأمريكي كان المسيطر على إصدارات الصكوك الدولية (خاصة خلال السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008م)، ويرجع ذلك إلى رغبة أو أفضلية (ويمكن القول تقليد) مصدري ومستثمري الصكوك والمتعاملين بأدوات ومنتجات التمويل الإسلامي بشكل عام التابعين لدول الخليج في التمويل بالدولار الأمريكي، إلا أن عمليات إصدارات الصكوك الدولية تنوعت تنوعا كبيرا في السنوات التي تلت الأزمة المالية العالمية 2008م. من هذه العملات نجد وبشكل رئيسي الينجيت الماليزية، واليوان الصيني. الغاية من ذلك التنوع زيادة عدد المستثمرين، والاستفادة من السيولة المتاحة وجذب استثمارات من أسواق مختلفة، إلى جانب إصدارات الصكوك الدولية التي تسعى إلى جذب عدد أكبر من المستثمرين، تصدر

¹ Beebee and Marjan, *Op-Cit*, pp 22-29.

* من التجارب العملية في إصدار صكوك التجزئة، تعد ماليزيا إحدى أهم الدول التي ساهمت في تطوير التعامل بها، كنتيجة للاستجابة لمطالب المستثمرين الأفراد، من خلال إطلاقها منصة لتداول أدوات الدين والصكوك ('ETBS' Exchange Traded Bonds and Sukuk) ببورصة ماليزيا في عام 2013م، وقد تزامن مع طرح أول إصدار للصكوك التجزئة بماليزيا من قبل شركة (Danainfra Nasional Berhad)، وتم إدراجها وتداولها ببورصة ماليزيا من خلال منصة (ETBS)، وقد أتاح هذا الإصدار الفرصة للماليزيين للمساهمة في تنمية بلدهم.

الصكوك أيضا في الأسواق المحلية من قبل المنشآت المحلية وبالعملة المحلية للمصدر، وتكون موجهة بشكل أساسي للمقيمين. عادة ما يكون الهدف منها التحكم في السيولة، من خلال الاستفادة من السيولة المتاحة في السوق المحلية أو زيادة (ضخ) السيولة في تلك الأسواق.

3- تستهدف الصكوك مختلف قطاعات السوق: من بين أهم الخصائص العملية للصكوك في ظل سعيها لتحقيق قيمة مضافة في جميع المجالات، الاستفادة من قطاعات السوق الجديدة التي بادرت إصدارات السندات التقليدية استهدافها، والمتثلة خصوصا في القطاعات ذات الأبعاد والآثار الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، التي تهدف إلى تحقيق التنمية المستدامة والمسؤولية الاجتماعية والأخلاقية، أي ما يسمى بالاستثمار المستدام والمسؤول (أو اختصارا المسؤول اجتماعيا) (SRI) Sustainable and Responsible Investment لتحقيق ذلك، تم استحداث مفهوم الصكوك المستدامة و المسؤولية، اختصارا (صكوك ساري -Sukuk SRI-)، وهي صكوك تستثمر حصيلتها أساسا في القضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة (-Environment, Social and Governance Sukuk-ESGS).

تبعا لذلك نرى أن صكوك ساري (Sukuk SRI) تعد نقطة التقاء التمويل الإسلامي بسوق الاستثمار المستدام والمسؤول (SRI)، واعترافا بالدور الهام الذي يمكن أن يلعبه سوق رأس المال الإسلامي في تعبئة الأموال من أجل تحقيق التنمية المستدامة، كما نجد أن هناك تشابه كبير بين التمويل الإسلامي وأدواته، بما في ذلك صكوك ساري، سواء من حيث الأهداف (التمويل والقيام بالأنشطة ذات الآثار الإيجابية على المجتمع)، ومن حيث الأساليب (مثل سياسات الابتعاد عن الأنشطة الضارة وغير مقبولة)، بالإضافة إلى القيم (التركيز على القيم الأخلاقية)؛ كما تلي رغبات وتفضيلات المستثمرين البيئية والأخلاقية التي قد لا تحققها أشكال التمويل التقليدية.

ومن القطاعات الحديثة المستهدفة من قبل أسواق الدين التقليدية هو تطوير سندات موجهة للجاليات (المغتربين) كوسيلة أخرى للاستيعاب المالي والتمويل الجماعي من خلال المستثمرين المغتربين وذو الأصول المشتركة، والتي سميت بسندات المغتربين**، حيث تشجع مؤسسات دولية مثل البنك الدولي وبنك التنمية الإفريقي بتقديمها استشارات لاستفادة الدول من هذه الطريقة البديلة للاقتراض من أسواق رأس المال الدولية والمؤسسات المالية الأخرى متعددة الأطراف.

غير أنه في مجال التمويل الإسلامي، لا يوجد الحديث إلى حد الساعة عن صكوك المغتربين، على الرغم من وجود تسهيلات تمويلية إسلامية تسمح بضمن إجراء تحويلات مالية خارجية كالمستخدمة في باكستان على سبيل المثال. وبهذا يمثل قطاع المغتربين، قطاع محتمل يمكن استهدافه من خلال صكوك المغتربين، لذلك على الباحثين والمنظرين والمتمرسين في التمويل الإسلامي النظر في مستقبل تطوير هذا التوجه الجديد في سوق الصكوك.

تاسعا- إمكانية تصنيف وإدراج وتسوية الصكوك: باعتبار الصكوك أوراق مالية قابلة لتداول في مجمل هيكلها، فإنه يمكن تصنيفها ائتمانيا وإدراجها وتسوية مختلف عملياتها من خلال نظام مقاصة مركزي، تماما مثل غيرها من الأوراق المالية الأخرى المتداولة في سوق الأوراق المالية.

* ظهرت فكرة (الإطار النظري) صكوك ساري (SRI) على يد مجلس الأعمال للطاقة النظيفة (CEBC-The Clean Energy Business Council)، من خلال طرحها فكرة إنشاء صكوك خضراء (Green Sukuk) وفريق عمل مخصص لذلك، على منوال مبادرة السندات المناخية (التي لقت رواجاً كبيراً في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية). أما من حيث الممارسة (التطبيق)، كانت أولى إصدارات صكوك ساري من قبل المرفق الدولي للتطعيم (IFFM) International Finance for Immunisation، في ديسمبر 2014 بقيمة 500 مليون دولار أمريكي ولمدة ثلاث سنوات (تم استحقاقها في 4 ديسمبر 2017)، لإنشاء وتمويل مشاريع الصحة والتطعيم لأطفال الدول الفقيرة حول العالم، حيث كان الطلب على هذه الصكوك أكثر مما هو معروض، مما يشير إلى قوة طلب المستثمرين والنظرة الإيجابية لنمو سوق الصكوك المستدامة والمسؤولة.

** **سندات المغتربين:** وهي سندات يصدرها بلد معين تستهدف على وجه الخصوص مواطنيها المهاجرين في الدول الغنية والأكثر تطوراً، وقد أفادت التقارير أن إصدار سندات المغتربين من قبل دول كالعهد وأثيوبيا كانت وسيلة ناجحة لجمع الأموال خاصة في الأوقات الصعبة (شح السيولة العالمية) وتعذر الوصول إلى مصادر اقتراض أخرى.

وكما هو الشأن بالنسبة للسندات التقليدية، فإن الصكوك التي لا يجري تصنيفها لا تحظى بالقبول ومن ثمة التداول، خاصة على صعيد الأسواق المالية العالمية، والصكوك التي لا تتداول ليست صكوكا بالمعنى التقني للكلمة¹، ولسهولة تسويقها وبيعها وتداولها يطلب الكثير من المستثمرين والمنظمين أن تكون هذه الصكوك مصنفة من قبل وكالات عالمية مثل (S&P, Fitch, Moody's)²، كما تلزم دول كماليزيا الحصول على تصنيف من وكالاتها المحلية³، أشهرها (MARC*, RAM**), الغاية من هذا التصنيف أنه يقيس مدى الثقة في تلك الورقة المالية المطروحة للاستثمار، وبالتالي يكون الدافع لدى المستثمر في شراء تلك الصكوك من عدمه⁴.

غير أن واقع عملية تصنيف الصكوك، خاصة من قبل وكالات التصنيف العالمية، يكون مبنيا على المخاطر الائتمانية دون الأخذ بالاعتبار المخاطر التي تختص بها الصكوك، كالمخاطر الشرعية التي تبين مدى شرعية الصك من عدمه⁵، ويتم معاملة الصكوك على أنها أدوات دين مع عدم مراعاة الخصوصية الشرعية التي تتمتع بها الصكوك عن السندات التقليدية⁶، وهذا ما يستلزم إيجاد وكالات تصنيف إسلامية تختص فعليا بتصنيف الصكوك⁷.

كما يعد التصنيف الائتماني شرطا لإدراج الصكوك في بعض أسواق الأوراق المالية، لذا يتعين على المصدرين الإفصاح وتحديث معلومات إصداراتهم المدرجة (كالإفصاح عن النتائج المالية المحققة)، ما يضمن زيادة الشفافية وتوفير معلومات واضحة لدى كافة المتعاملين في السوق المالي، ما يزيد من سيولة السوق من خلال تداول الصكوك. ونظرا للدور الكبير الذي تلعبه عمليات الإدراج والإفصاح في زيادة سيولة وكفاءة السوق المالي، تشجع بعض البورصات مثل بورصة لوكسمبورغ على إدراج الصكوك من خلال الاستفادة من مزايا وامتيازات مختلفة سواء للمصدرين أو للمستثمرين، إضافة لذلك تسمح عملية الإدراج من تسهيل وتسريع عمليات تسوية الصكوك بصورة أكثر فعالية من خلال أنظمة المقاصة والتسوية المركزية التي توفرها أسواق الأوراق المالية، مما يتطلب إدخال أنظمة آلية متطورة، كأنظمة متعددة العملات أو أنظمة المقاصة الإلكترونية، وهو ما يعد من التطورات الأساسية واللازمة لتعزيز البنية التحتية وتحسين سوق الصكوك⁸.

عاشرا- إعادة هيكلة الصكوك (Restructuring of Sukuk): برزت هذه الخاصية من الممارسة الفعلية لسوق الصكوك، ولكن زادت أهمية الموضوع بصورة أكبر عقب أزمة إخفاقات الصكوك خلال الفترة الممتدة ما بين (2009-2010م)، حيث ساد اعتقاد خاطئ كون الصكوك ورقة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة، فهي بمأمن عن الإفلاس، لأن حملتها يملكون الأصول المدرة للدخل التي تمثلها الصكوك⁹. إلا أن سلسلة الإخفاقات خلال العقد الأخير ينقض هذا الاعتقاد، وتعد الصكوك شأنها

¹ خالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص48.

² سعيد محمد بوهراوة، حسين سعيد، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، مجمع: "ندوة البركة السادسة والثلاثين للاقتصاد الإسلامي"، هيلتون، جدة، المملكة العربية السعودية، رمضان 1436هـ، ص168.

³ بالاعتماد على ما جاء في: مقال بمجلة المصرفية الإسلامية (IFI)، غو الصكوك الخليجية مرهون بوكالات تصنيف إسلامية، العدد 22 الصادر بتاريخ: 2011/02/01م. * Malaysian Rating Corporation Berhad: الشركة الماليزية للتصنيف: هي واحدة من أصل وكالتين محليتين للتصنيف في ماليزيا، بدأت عملها في سنة 1996م، تعمل على تصنيف الشركات والمؤسسات المالية والتأمين والتمويل المهيكلة (التوريق والتصكيك).

** RatingMalaysian Services Berhad: هي الوكالة الماليزية لخدمات التصنيف، تأسست سنة 1990م، وهي مختصة بتصنيف المؤسسات المالية المحلية وكذا العالمية.

⁴ خالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص48.

⁵ محمد حو، تصنيف المؤسسات المالية وفقا للجودة الشرعية من طرف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، مقال منشور بمجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، السداسي الثاني 2017، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ص299، وخالد الرشود، مرجع سابق، ص48.

⁶ محمد حو، المرجع السابق، ص299.

⁷ سيتم التفصيل أكثر في عملية تصنيف الصكوك والتحديات التي تواجهها في البحث الثالث، أنظر ص ص 87-89. وأنظر أيضا ص 33.

⁸ Beebe and Marjan, Op-Cit, p21

⁹ Ibid, pp29

شأن أي ورقة مالية أخرى، ليست بمنأى عن مخاطر التأخر عن السداد، وقد تقول في بعض الأحيان إلى أسوأ أشكال مخاطر الائتمان وهي العجز عن السداد (Default risk)، لذلك تعتبر عملية إعادة هيكلة الصكوك الحل أو العلاج لمشكلة تعثر المصدر*.

وتعد إعادة هيكلة الصكوك بطريقة متوافقة مع الشريعة من القضايا الحديثة في صناعة الصكوك؛ وقد اعتمد المتعثرون خاصة في سوق الصكوك الخليجية على ثلاث آليات لإعادة هيكلة إصداراتهم، تم الإجماع على إمكانية استخدام أي واحدة منها وهي¹:

✓ **الآلية الأولى:** خيار الخصم ويعرف بالإنجليزية -Haircut- وهو أن يتسلم حملة الصكوك ما يقارب 80% من قيمتها الاسمية أو أقل عند اقتراب أجل إطفائها. أي أنهم سيخسرون بتنازلهم هذا حوالي 20% من المبلغ الأصلي الذي استثمروه إضافة إلى الأرباح. عملية التنازل هذه يشترط فيها موافقة كافة حملة الصكوك عليها، بحسب ما ترى هيئة المراجعة والمحاسبة أيوفي (AAOIFI). وغالبا ما يتم اللجوء لهذا الخيار عندما تدخل الجهة المصدرة للصكوك مرحلة (الوضع المالي المتعثر)، بمعنى لا يوجد تدفق نقدي من موجودات الصكوك

✓ **الآلية الثانية:** يمكن تسميتها بإعادة جدولة الصكوك (Rescheduling of Sukuk)، وهو تمديد فترة استحقاق الصكوك من خمس سنوات إلى سبع سنوات على سبيل المثال. يتم اللجوء إلى هذا الخيار من قبل حملة الصكوك إذا كان هناك احتمال أو شبه تأكد بوجود تدفقات نقدية قوية لموجودات الصكوك في المستقبل.

✓ **الآلية الثالثة:** ويمكن تسميتها بمبادلة الصكوك بالسهم (Sukuk-to-Equity Swap)، بحيث تُحوّل ملكية أصول الصكوك إلى أسهم ملكية في الشركة التي طرحت هذه الصكوك. يتم اقتراح هذا الخيار في حالة أن يكون على الشركة المصدرة ديون والتزامات مالية ضخمة قد تعجز عن تسديدها بالكامل، فعرض على حملة الصكوك خيار مبادلة الصكوك بأسهم الشركة.

وتجدر الإشارة إلى أن عملية إعادة هيكلة الصكوك لا تقتصر فقط كونها خيار أو حل بديل عن إفلاس أو تصفية المصدر، بل يمكن أن تحدث أيضا لغرض محدد، كالاندماج أو الاستحواذ أو إعادة هيكلة الشكل العام للشركة المصدرة للصكوك. بعدما تم التعرف على أهم خصائص الصكوك من حيث التنظير والتطبيق، يمكن الآن التساؤل عن أهم المزايا التي يمكن أن يتمتع بها المصدرون والمستثمرون في حالة اختيارهم للصكوك كأداة تمويلية أو استثمارية.

1-3- مزاي وأهداف الصكوك من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين

تظهر مزايا الصكوك من خلال الآثار الإيجابية الناتجة عن الدور الذي تؤديه في تحقيق أهداف المتعاملين بها سواء كانوا مصدرين أم مستثمرين، ويمكن توضيح ذلك من خلال ما سيأتي:

1-3-1- مزايا الصكوك: تتمثل مزايا الصكوك في الفوائد التي توفرها للمصدرين والمستثمرين على حد سواء.

أولا- مزايا الصكوك بالنسبة للمصدر (طالب التمويل): تتمثل المزايا الرئيسية للصكوك من وجهة نظر المصدر، فيما يلي:

* تعثر (إخفاق المصدر): تعني بشكل عام تأخر (Late Payment) أو عجز المصدر (Default) عن سداد الدفعات الدورية المستحقة و/أو استرداد قيمة الصكوك في آجال استحقاقها.

¹ اعتمادا على: محمد خنيفر، آليات إعادة هيكلة الدين الإسلامي، صحيفة الجزيرة، عدد رقم 14411، الصادر بتاريخ 2012/03/13 متاح على الرابط: <http://www.aljazeera.com/writers/2012/12/2017/12/12>. ونجلاء البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها، مرجع سابق، ص ص 199-201. وخولة فريز عوض النوباني، هيكلة الصكوك "بين الفقه والممارسة"، ط1، دار الفانس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1483هـ/2017م، ص ص 113-114. بتصرف

1- دور الصكوك كأداة تمويل

- تعتبر الصكوك أداة فاعلة في جمع الموارد المالية وتعبئتها لتمويل المشاريع الكبيرة والمتوافقة مع الشريعة، التي لا تطبقها جهة واحدة¹، حيث جاءت الصكوك لتلعب دور الوسيط في جمع مدخرات أصحاب الفوائض وتوجيهها إلى المؤسسات - بما في ذلك الحكومات والهيئات والمنظمات الدولية والشركات- التي تحتاج إلى تمويل متوسط وطويل الأجل، فهي بذلك ترفع الحرج عن طالبي التمويل الذين يتحرجون من التعامل بالسندات التقليدية المحرمة شرعاً².
- تعد الصكوك أداة تمويلية جذابة كونها لا تسمح بزيادة مستوى الديون القائمة للجهة المصدرة لها، لأن عمليات إصدار الصكوك تعتبر عمليات خارج الميزانية، فبالنسبة للقطاع العام تلبى الصكوك احتياجات الدول لتمويل برامجها التنموية ومشاريعها الحيوية وتحسين بنيتها التحتية الرئيسية التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة، بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة وزيادة الدين العام، كما تعد حلا تمويليا للدول ذات مستويات مديونية عالية من خلال تسهيل أصولها وإصدار صكوك تمثلها لتمويل العجز في موازنتها العامة³، وبهذا تكون الدولة قد نقلت عبء التمويل للقطاع الخاص دون تحميل الموازنة العامة أعباء مالية إضافية، ودون اللجوء للاقتراض⁴.
- تمثل الصكوك أداة تمويلية فعالة لقطاع الشركات الخاصة في تمويل برامجها الاستثمارية الجديدة والتوسعية، وتنويع مخاطرها الاستثمارية، مما قد يحسن من ربحيتها ومركزها المالي⁵.

وتظهر نتائج دراسة قامت بها شركة (Thomson Reuters) في تقرير لها لعام 2017م حول الأسباب الرئيسية نحو تفضيل المصدرين للصكوك، حيث نجد أن 71% من عينة الدراسة (المصدرون) اختاروا الصكوك بغرض تنويع مصادر تمويلهم، والذي كان يعد الخيار الثاني بنسبة 45% في نتائج دراسة سابقة لعام 2016م، وما يدعم تفضيل المصدرين لهذا الخيار خاصة من قبل الجهات التقليدية هو محاولة الاستفادة من ارتفاع طلب المستثمرين على الصكوك؛ يليه في المرتبة الثانية بنسبة 11% اختيار المصدرين للصكوك بهدف إعادة التمويل، وتوسيع أنشطتهم، حيث كان يمثل هذا التفضيل الخيار الأول في دراسة سابقة لعام 2016م بنسبة 50%.

ويشير التقرير إلى تراجع نسبة المصدرين (من 30% عام 2016م إلى 7% عام 2017م) الذين يفضلون الصكوك باعتبارها أداة تمويلية أرخص وذات تسعير أفضل، بسبب المصاريف الإضافية المرتبطة بعملية إصدار الصكوك (من رسوم التوثيق الشرعي والمصاريف الاستثمارية وغيرها) إذا ما قرنت بمصاريف إصدار السندات التقليدية⁶.

2- دوافع الحكومات من إصدار الصكوك: إضافة إلى أسباب اختيار الصكوك كأداة تمويل والمذكورة أعلاها، غالبا ما نجد أن الدافع وراء إصدار صكوك سيادية من قبل مؤسسات القطاع العام، هو اهتمام والتزام حكومات بعض الدول بتعزيز مكانتها في خارطة صناعة التمويل الإسلامي الناشئة، وكذا التسابق (التنافس) على مركز الصدارة في الصناعة المالية الإسلامية، بغية خلق فرص لمصدري الصكوك (طالبي التمويل) حول العالم للاستفادة من سوقها.

¹ محمد تقى العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، ورقة مقدمة إلى: "الدورة العشرية للمجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي"، المنعقدة في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 25-29/12/2012م.

² سعيد بوهراوة وحسين السعيد، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، مرجع سابق، ص173.

³ Beebe and Marjan, **Op-Cit**, p33-35.

⁴ سعيد بوهراوة وحسين السعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص173.

⁵ Beebe and Marjan, **Op-Cit**, p35.

⁶ Thomson Reuters, **Sukuk Perceptions and forecast study 2017, "Poised for growth"**, 2017,p52, p68. Available on the link : <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReuters-SukukPerceptionsForecastStudy2017.pdf>, Download date :23/01/2018.

وتعتبر كل من ماليزيا والبحرين نموذجين للدول التي اعتمدت هذا التوجه من خلال بناء وتحديث بنية تحتية وتعزيز بيئة عمل مناسبة للتمويل الإسلامي، بإجراء تعديلات قانونية وتنظيمية وضريبية لازمة، وهو ما يعد دليلا على دعم هاتين الدولتين لظهور وتطور قطاع التمويل الإسلامي عامة، وسوق الصكوك خاصة. يساهم هذا الدعم في توسيع تشكيلة الأدوات التمويلية المتاحة في النظام المالي للبلد أمام طالبي التمويل (المصدرين)، وتعدد البدائل الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، ما يسمح باستقطاب المزيد من المتعاملين من جانبي العرض والطلب، خاصة عندما تحقق هذه الأدوات رغباتهم وتفضيلاتهم المتباينة¹. ومن الأسباب الأخرى التي تدفع حكومات الدول الأخرى إلى إصدار صكوك سيادية، تتمثل على وجه الخصوص، فيما يلي²:

✓ رغبة حكومات الدول في توفير أدوات تمويل قصيرة الأجل للمؤسسات المالية الإسلامية بغرض إدارة السيولة لديها، كما هو الحال في سنغافورة، وهو ما يعد إشارة لدعم الدول لصناعة التمويل الإسلامي.

✓ يشكل إصدار الصكوك من قبل الحكومات والمؤسسات المرتبطة بها مثالا يحتذى به ويشجع مصدري القطاع الخاص.

✓ إيجاد معيار للتسعير للصكوك (تسعير مرجعي Pricing Benchmark) ووضع منحى عائدا الصكوك "معياري" قائم على السوق، خاصة في الأسواق الجديدة.

✓ استخدامها من قبل البنوك المركزية ضمن أطر السياسة النقدية المتوافقة مع الشريعة، وذلك لامتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد، ومن ثم خفض معدلات التضخم.

✓ تساعد الإصدارات الحكومية على تعبئة المدخرات من مختلف قطاعات السوق، بما في ذلك قطاع التجزئة (المستثمرين الأفراد والأسر)، باعتبارها وسيلة استثمارية آمنة تشجع الجمهور على المشاركة في مشاريع التنمية واستفادتهم في الأخير من تنمية وتطور بلدهم.

3- دور الصكوك في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة: تؤدي المشاريع الصغيرة والمتوسطة دورا هاما وأساسيا في استراتيجيات التنمية الاقتصادية في معظم دول العالم. ورغم ذلك مازالت تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من انخفاض حجم الموارد المالية المتاحة لها، حيث يعتبر الحصول على التمويل الكافي أحد أهم المعوقات التي تواجه تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف أنحاء العالم.

هنا تظهر أهمية الصكوك فهي تملك من المزايا والسمات³ ما يجعل دون وجود مثل تلك المعوقات⁴، وبالفعل وحتى الآن حظيت -الصكوك- باهتمام الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تبحث عن بديل للاقتراض المصرفي (البنكي). ففي فرنسا على سبيل المثال لا الحصر، فإن أول إصدار للصكوك كان في عام 2012م من قبل شركة (BIBARS SAS) وهي شركة رائدة في قطاع الأغذية، لها سلسلة مطاعم تدعى بـ"ALFAROOJ"، بلغ إصدارها ما قيمته 500 ألف يورو، بهدف تمويل أول مطعم لها بإحدى ضواحي باريس. وقد شكل هذا الإصدار حدثا بارزا في تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا وعلى الصعيد العالمي⁵.

¹ Beebee and Marjan, Op-Cit, p36.

² Idem.

³ للمزيد من التفاصيل أنظر: أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، ط1، دار السلام للترجمة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008م، ص217.

⁴ أشرف دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، المرجع السابق، ص129. وأحمد شعبان، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص215.

⁵ Beebee and Marjan, Op-Cit, pp 36-37.

4- دور الصكوك في تنويع قاعدة المستثمرين: على عكس السندات التقليدية، فإن الصكوك تستطيع جذب فئات جديدة من المستثمرين خاصة تلك الفئة التي تراعي أن تكون استثماراتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، إضافة إلى استهداف المستثمرين التقليديين. لذلك فمن شأن الصكوك توسيع قاعدة المستثمرين وتعميق أسواق رأس المال ودعمها وتحسين فرص الاستثمار لطالبي التمويل، وباعتبار الصكوك أداة استثمارية يمكن هيكلتها لفترات وفئات مختلفة بما يتوافق مع تطلعات المستثمرين، وقبل كل ذلك تتماشى مع معتقدات المستثمرين المسلمين الذين يمثلون حوالي ربع* سكان العالم، مما يشير إلى وجود سوق كبيرة يسهل معها جمع الأموال للجهات الراغبة في التمويل والاستثمار، خاصة إذا تمت موازنة إصداراتها مع متطلبات مختلف مستثمري الصكوك من أفراد، وشركات وبنوك وصناديق الثروة السيادية الإسلامية وشركات التكافل. وهناك من الشركات والمؤسسات المالية التي اعتمدت استراتيجية إنشاء منصة تمويل مزدوجة للسلسلة إصدارات تقليدية وأخرى إسلامية، وبهذه الطريقة نجحت في جذب اهتمام المستثمرين التقليديين والإسلاميين والتمكن من تقارب التسعير بين الأدوات¹.

5- دور الصكوك في خفض تكلفة تمويل المصدر: من المختصين² من يرى أن إصدار الصكوك، أقل كلفة على الشركة من إصدار الأسهم لأن الأسهم يحصل حملتها على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة، أما الصكوك فتدفع الشركة عليها عائداً مرتباً بأجرة أصل أو عائد مشروع بعينه، إضافة لذلك قد يؤدي إصدار مزيد من الأسهم من قبل الشركة إلى انخفاض قيمة أسهمها المتداولة في السوق لزيادة عدد المعروض منها وهذا يلحق ضرراً بحملة الأسهم الحاليين، كما أضحت الصكوك أقل كلفة من التمويل المصرفي، لأن الصكوك يشترتها الجمهور مباشرة، بينما أموال البنك التي مصدرها مدخرات الجمهور أيضاً يفرض البنك لنفسه جزءاً من العائد مقابل الوساطة المالية. وهناك من الباحثين³ من يرى أن انخفاض تكلفة التمويل بالصكوك، يرجع إلى انخفاض مخاطرها كونها مضمونة بأصول عينية تدعمها، فعملية الإصدار تتطلب فصل محفظة الصكوك عن الأصول الأخرى المملوكة لشركة المصدر⁴، ومن المختصين من يرجع انخفاض تكلفة التمويل إلى ارتفاع الطلب على الصكوك وجذب قاعدة واسعة من المستثمرين المسلمين والتقليديين من جميع أنحاء العالم، كما تعد كفاءة السوق الناتجة عن تحقيق الشفافية، وتحسين بنية المعلومات التي تفصح عنها الجهات المنظمة لسوق الصكوك، إحدى العوامل المساهمة في تقليل تكلفة تمويل المصدرين⁵.

ومن التقنيات التي تساهم في خفض تكاليف طرح الصكوك وبشكل كبير، هو تبني المصدر إجراء إصدار الصكوك وفق برنامج إصدار (Sukuk Programme)، بدل أن يكون كل إصدار على حدة (كل إصدار مستقل عن الآخر)، حيث يسمح هذا البرنامج للمصدر القيام بسلسلة إصدارات (دفعات) متعددة وعلى مراحل مع المرونة في التعديل عند كل إصدار من حيث الحجم، والعملة والفئة المستهدفة، إضافة إلى مساهمته في تقليص حجم التكاليف الثابتة لطرح الإصدار في

* بلغت نسبة تعداد المسلمين حسب إحصائيات موقع ويكيبيديا النسخة الإنجليزية بتاريخ 2018/01/29، حوالي 24.1% من سكان العالم، تاريخ التصفح: 2018/01/29.

¹ Beebee and Marjan, Op-Cit, p37

² أنظر: محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها، ورقة بحثية مقدمة ل: "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقد في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431هـ الموافق لـ 24-25 ماي 2010م.

³ محمد إبراهيم نقاسي، عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، بحث مقدم في "المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة"، كوالالمبور، ماليزيا، 2006.

⁴ محمد عمر جاسر، تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عدد متخصص رقم: 80، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، 2013/01، ص42.

⁵ Beebee and Marjan, Op-Cit, p38.

السوق الأولية، كما يساهم أيضا في تقليل وقت الإصدار (سرعة تنفيذ الإصدار)، نتيجة اتفاق المصدر مع الجهات التي تتولى عملية تنظيم طرح الإصدار (السوق الأولية والبورصة) على كل الوثائق المطلوبة عند إعداد برنامج الإصدار مع الرسوم المقررة مرة واحدة فقط¹، وعليه يعفى المصدر من دفع رسوم التسجيل في كل مرة يلجأ فيها إلى طرح إصدار جديد، مما يعني تخفيض نصيب الصك من التكلفة الثابتة لتسجيل الإصدار، وبالتالي انخفاض تكلفة تمويل المصدر عند اعتماد برنامج إصدار الصكوك. نرى أن هذا الإجراء يشبه كثيرا ما يسمى بالتسجيل على الرف في أسواق الأوراق المالية التقليدية.

ثانيا- مزايا الصكوك بالنسبة للمستثمر: تتمثل المزايا الرئيسية للصكوك من وجهة نظر المستثمر، فيما يلي:

1- مساهمة الصكوك في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وتنوع مخاطر استثماراتهم: يوفر تعدد هياكل إصدار الصكوك وتنوع آجال استحقاقها فرصا وحلولا متنوعة للأفراد والشركات والحكومات الراغبة في توظيف أموالها بطرق شرعية، كما يتيح لهم المرونة والتنوع في اختيار استراتيجية استثمارهم، ويحقق لهم في نفس الوقت دورا مهما في تنوع مخاطر محافظهم الاستثمارية، من خلال استبدال الصكوك مكان السندات التقليدية، باعتبار الصكوك أداة شرعية وذات مخاطر منخفضة- عادة- وقابلة للتسييل في أغلب هياكلها، لتوائم بينها وبين الأسهم -ذات المخاطر العالية-، مما قد يشكل حلا استثماريا شرعيا ناجعا، لأنه سيحقق الهدف الاستثماري المشروع (وهو تنوع مخاطر المحافظ الاستثمارية بأداة مالية شرعية)، كما أن للصكوك ميزة عن السندات التقليدية، إذ لا تمثل هذه الأخيرة أكثر من دين والتزام في ذمة المصدر، ففي حالة تعثر أو إفلاس تلك الجهة، فإن حملة السندات سيتقاسمون مع بقية الدائنين ناتج تصفية أصول تلك الجهة، بينما يتمتع حملة الصكوك بملكيتهن المطلقة للأصول التي تمثلها الصكوك، والتي يفترض أن تغطي قيمة استثمارات حملة الصكوك، أو جزء كبير منها (فالصكوك تمثل حصصا شائعة في أصول حقيقية)²، وعليه سيواجهون مخاطر الأصول بدلا من مخاطر الائتمان.

وقد أظهرت نتائج الدراسة التي قامت بها تومسون رويترز (Thomson Reuters) وفقا لتقريرها لسنة 2017م حول أسباب اختيار الصكوك كأداة استثمارية، أن تفضيلات المستثمرين للصكوك متباينة، ولا تتمركز حول عامل واحد، بل تتوزع على عدة عوامل وبنسب غير متباعدة جداً، إذ نجد أن العديد من المستثمرين محل الدراسة اختاروا التنوع كسبب للاستثمار في الصكوك، باعتبار الأصول المالية الأخرى (مثل الأسهم أو العقارات) أكثر خطورة، خاصة في فترة انخفاض أسعار النفط، وأنه يمكن للصكوك أن تحقق التنوع المطلوب ضمن محافظهم الاستثمارية، وهو التفضيل الأكثر اختيارا بين المستثمرين*؛ وكان ثاني سبب متفق عليه (ثاني الأسباب شيوعا) هو قلة الخيارات الاستثمارية الإسلامية البديلة، باعتبار أن الأصول المالية الأخرى والمتوافقة مع الشريعة أكثر خطورة وأكثر تقلبا (مثل الأسهم)؛ أما السبب الذي احتل المرتبة الثالثة ضمن تفضيلات المستثمرين للصكوك، هو تمتعها بمخاطر ائتمان مقبولة (معقولة)؛ بينما يواجه خيار العائد الجذاب للصكوك والذي احتل المرتبة ما قبل الأخيرة ضمن تفضيلات مستثمري الدراسة، تحديا مع احتمال زيادة معدل فائدة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي،

¹ Beebe and Marjan, Op-Cit, p38.

² حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، ورقة بحثية مقدمة إلى "ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، خلال الفترة 10/12/1431هـ الموافق 24-26/05/2010م، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية. و Beebe and Marjan, op-cit, p40.

* تضمنت هذه الدراسة مسح لمختلف آراء المستثمرين المشاركين في الدراسة، مما فهم المستثمرين المتوافقة أعمالهم بالكامل مع الشريعة الإسلامية والمستثمرين الغير متوافقة أعمالهم مع الشريعة الإسلامية، الذين يمكن أيضا اختيار السندات التقليدية والأصول غير المتوافقة مع الشريعة ضمن استثماراتهم، وكذا المستثمرين في الصكوك عبر نوافذ إسلامية.

مما قد يزيد من مخاطر إعادة استثمار عوائد الصكوك، بينما كان العائد الجذب للصكوك الناتج عن التسعير الجيد والتصنيف العالي، السبب الأساسي لاختيار المستثمرين للصكوك ضمن استثماراتهم في دراسة مماثلة لسنة 2016م¹.

2-تحقيق الصكوك عوائد متوافقة مع الشريعة: تتنوع تفضيلات المستثمرين في الأسواق المالية حسب درجة العوائد المطلوبة ودرجة المخاطر الممكن تحملها، ومع استناد غالبية الفرص الاستثمارية إما على أسواق الأسهم - ذات المخاطر المرتفعة والعوائد المتغيرة- أو على السندات التقليدية غير مقبولة شرعاً²، فإن الصكوك باعتبارها بديلاً شرعياً عن أدوات الدخل الثابت التقليدية، يمكن أن توفر عوائد مستقرة وجذابة على المدى المتوسط والطويل، إذا ما قورنت مع غيرها من أدوات الدخل المتوافقة مع الشريعة (الحسابات الاستثمارية لدى المؤسسات المالية الإسلامية)³، خاصة إذا تم هيكلتها على توزيع عوائد ثابتة، كما هو الحال بالنسبة للصكوك المراجعة والسلم والإجارة التي تحقق عائد يمكن توقع مقداره عند الإصدار ومنخفض المخاطر ومستقر لحملة الصكوك، ما يجعل الصكوك ذات قبول عام من قبل المستثمرين التقليديين والإسلاميين.

كما يمكن إصدار الصكوك ذات عوائد متغيرة (معمومة) مرتبطة مباشرة بأداء المشاريع والأصول الحقيقية التي تمثلها الصكوك القائمة على صيغ المشاركات، حيث تم اقتراح هيكل صكوك جديدة خلال السنوات الأخيرة لتمويل مشاريع البنية التحتية للدول، ترتبط توزيعات أرباحها على أداء الناتج المحلي الإجمالي أو سلة السلع الأساسية للدولة، إلا أنها قد لا تلقى قبولا من قبل المستثمرين الراغبين في الحصول على عوائد ثابتة⁴.

3- دور الصكوك كأداة لإدارة السيولة: تعد الصكوك أداة استشارية شرعية قابلة للتداول والتسييل في معظمها، إلا في الحالات التي تمثل الصكوك فيها ذمماً مدينة*، وعليه كلما كانت الصكوك مدرجة ومتداولة في أسواق الأوراق المالية كلما سهل تسييلها، ما يساهم في تطوير وتنشيط وتعميق سوق الصكوك الثانوية، وبذلك يكون لها دوراً كبيراً في:

✓ توفير قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، وفي نفس الوقت إمكانية تصفية مراكزهم المالية كلما احتاج وإلى أموالهم المستثمرة في الصكوك من خلال بيعها كلها أو بعض منها، ويحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل والربح معاً، إن كان المشروع كسب ربحاً⁵، فالصكوك وجدت كبديل شرعي للسندات التقليدية قابلة للتداول في أغلبها (تباع وتشتري) في السوق المالي.

✓ تعد أيضاً أداة ممتازة لاستثمارات المؤسسات، لاسيما المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة استثماراتها بكفاءة، كما تصلح كأداة لإدارة السيولة الفائضة لديها بطريقة متوافقة مع أحكام الشريعة عند استثمارها في الصكوك قصيرة الأجل والمناسبة لبنوك الأفراد والمؤسسات الصغيرة الإسلامية (بنوك التجزئة) بهدف المواءمة (تقليص الفجوة) بين الأموال المقرضة (عند منح تمويل للغير) والمقرضة (كاستلام الودائع)، لأنه من الصعب على هذه الأخيرة اعتماد منتجات البنوك التقليدية لتلبية متطلبات الأفراد نحو خدمات مصرفية متوافقة مع الشريعة، لذلك فإن

¹ Thomson Reuters, Sukuk Perceptions, **Op-Cit**, pp 68-69.

² محمد جاسم، تجارب إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص42.

³ سعيد بوهراوة وحسين سعيد، الصكوك والتحديات الشرعية والتنمية، مرجع سابق، ص137. بتصرف.

⁴ Beebe and Marjan, **Op-Cit**, p40.

* نقصد بما الصكوك القائمة على صيغ المداينات كصكوك السلم، وفي بعض مراحل صكوك المراجعة وصكوك البيع بثمن آجل وبعض أنواع صكوك الإجارة والإستصناع.

⁵ محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاً المعاصرة، ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م.

توفر صكوك ذات الآجال القصيرة يمكن أن يدعم تطوير قطاع خدمات التجزئة المصرفية الإسلامية (الموجهة للأفراد والفئات الصغيرة) خاصة في الدول التي لا يزال فيها هذا القطاع في طور التطوير¹.

4- دور الصكوك في دعم التوزيع العادل للثروة: مثل الأسهم التي تمنح المساهمين حق ملكية في الشركة، يمتلك حملة الصكوك حصصاً متناسبة في الأصول الأساسية والأعمال التجارية الممولة من حصيلة الصكوك. ويرى محمد تقي عثمانى أن الصكوك تمثل وسيلة مهمة لتحقيق التوزيع المتكافئ للثروة داخل المجتمع، لأنها تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع والمشاركة في الأرباح الحقيقية والفعالية الناتجة عن المشروع بنسبة عادلة²، مما يساعد على تداول الثروة بين أفراد المجتمع بدل بقائها في أيدي القلة (الأثرياء)، حيث يتجسد هذا الهدف الأسمى (تحقيق التوزيع العادل للثروة) على وجه التحديد في حالة صكوك التجزئة الموجهة لأفراد المجتمع، فعلى سبيل المثال: سمحت صكوك التجزئة التي طرحت في السوق المالية الماليزية سنة 2013م للمستثمرين من قطاع الأفراد والأسر بالمشاركة في تمويل مشروع النقل الجماعي للبلد، مما ساهم من تقاسم إيرادات المشروع بين أكبر عدد من المواطنين³، وفي نفس الوقت استفادتهم من خدمات المشروع.

من خلال عرضنا لأهم مزايا الصكوك التي يمكن أن يستفيد منها المصدرون والمستثمرون، فإنه يمكن استنباط أهم أهداف إصدارها من خلال ما سيأتي:

1-3-2- أهداف إصدار الصكوك: تبعا لتقارب الأسباب التمويلية والاستثمارية للصكوك مع السندات التقليدية، فإن أهدافهما متشابهة لحد ما، إلا أنه تبقى أهداف إصدار الصكوك أسمى من الناحية الشرعية، لتحقيقها المقاصد الشرعية، وإصدار وتداول الصكوك واستثمار حصيلتها لا بد أن يتم بما يتفق مع أحكام الشريعة⁴، وعليه فإن من أهم أهداف الصكوك ما يلي:

✓ عادة ما يتمثل غرض جهة الإصدار من إصدارها للصكوك في حالتين⁵:

- إما أنها ترغب في اقتناء أعيان ومنافع أو في إنشاء مشروع جديد أو توسيع مشروع قائم، وتمويل ما ترغب فيه من حصيلة الصكوك التي تصدرها، وفي هذه الحالة يكون إصدار الصكوك مولدا للثروة وصانعا للتراكم الرأسمالي ودافعا للتنمية الاقتصادية ومحققا لمقاصد الشريعة، وهو ما دعا إليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي، حيث نص في قراره رقم 188 (20/3) على الآتي: "يجب أن تحقق الصكوك الإسلامية مقاصد التشريع من حيث تعزيز التنمية ودعم النشاط الحقيقي وإقامة العدل بين الناس".
 - وإما أن تكون رغبتها منصبة في الحصول على سيولة، فتستخدم حصيلة الصكوك لأغراض يختارها المصدر ولا علاقة مباشرة للصكوك بها. قد تستخدم السيولة لتمويل مشاريع جديدة وقد تستخدم في أغراض استهلاكية لا تولد ثروة ولا تصنع تراكماً رأسمالياً.
- ومن بين أهداف الصكوك الأخرى، الآتي⁶:

¹ Beebee and Marjan, **Op-Cit**, pp 40-41.

² تقي عثمانى، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سابق.

³ Beebee and Marjan, **Op-Cit**, p 41.

⁴ معبد الجارحي، وعبد العظيم أبوزيد، **الصكوك قضايا فقهية واقتصادية**، ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م. بتصرف.

⁵ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

⁶ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص60 وص442 وص448. و Beebee and Marjan, **Op-Cit**, p42. بتصرف.

- ✓ تهدف الصكوك إلى توفير أسلوب تمويلي منخفض التكلفة، فالتمويل بالصكوك يقوم على وفرة الحجم لطالبي التمويل من حكومات وشركات ومؤسسات صغيرة ومتوسطة وهيئات مالية دولية، حيث توفر للمصدر فرصة الحصول على السيولة لتمويل نفقاتهم الرأسمالية أو على أصول ثابتة إضافية، لذلك تعد بديلاً مناسباً عن التوجه للسوق المصرفية التي تفرض قيوداً على المبالغ التي يمكن تمويلها لكل عميل ولكل قطاع، وفي نفس الوقت تمثل الصكوك فرصة للاستفادة من أسواق رأس المال الإسلامية التي تتمتع بحجم تمويل أكبر وتكلفة تنافسية ويدعمه طلب قوي من المستثمرين؛
- ✓ من الجانب الاستثماري، تعد الصكوك أداة استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية قابلة للتسييل (التداول) في مجملها عند الحاجة، يمكن هيكلتها بصيغ تمويلية شرعية وآجال استحقاق مختلفة، بما يلي متطلبات ورغبات المستثمرين المتباينة من حيث العائد والمخاطرة والذين يبحثون عن أدوات استثمارية متوافقة مع معتقداتهم الدينية ضمن تشكيلة محافظهم الاستثمارية؛
- ✓ يساعد إصدار الصكوك في تعزيز شامل لسوق رأس المال الإسلامي من حيث النشاط والعمق، وكذا إضافة نوعية لقائمة المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة والقابلة للتداول، ما يزيد من ديناميكية النظام المالي الإسلامي؛
- ✓ يمكن استخدام إصدارات الصكوك قصيرة الأجل، كأداة مثلى لإدارة السيولة في سوق النقد الإسلامية، حيث تمكن المؤسسات المالية الإسلامية من التمويل والاستثمار اليومي قصير الأجل، وهو ما يسمح لهذه المؤسسات بتلبية طلبات عملائها في أي وقت، وبالتالي إمكانية مواجهة أي نقص في السيولة قد ينشأ نتيجة لاختلاف توقيت التدفقات النقدية الداخلية والخارجية؛ أما بالنسبة للمؤسسات غير المالية فإنه يمكن استعمال الصكوك كأداة في سوق النقد لإدارة التقلبات في رؤوس أموالها العاملة سواء من خلال الحصول على التمويل قصير الأجل أو استثمار الفوائض قصيرة الأجل، ما يتيح لها الحصول على تمويل بتكلفة منخفضة أو التمتع بعوائد استثمارية ذات مخاطر منخفضة.

1-4-4- آلية إصدار الصكوك بين عمليتي الإصدار والتصكيك

يهدف هذا العنوان إلى محاولة التوضيح والتمييز بين عمليتي في آلية إصدار الصكوك وهي (عملية الإصدار والتصكيك)، حيث نجد من الباحثين من يعتبر هذين المصطلحين مترادفين يطلق أحدهما على الآخر، وهو بالفعل ما نلمسه في الكثير من الأبحاث الأكاديمية رغم وجود اختلاف عملي بينهما. ومن بين الباحثين المؤيد لهذا الرأي الأخير، الأستاذ رضا سعد الله* الذي قدم تدقيقاً واضحاً فيما يجمع أو يفرق بين العمليتين إصدار الصكوك - التي ارتأينا تسميتها إصدار الصكوك التمويل حتى لا يحصل للقارئ خلط بين آلية إصدار الصكوك وعملية إصدار الصكوك-، والتصكيك، وسنحاول من خلال ما سيرد توضيح الفرق ومتى يكون إصدار الصكوك تصكيكاً، وبلوغ ذلك نبدأ بالمصطلح المقابل للتصكيك في المالية التقليدية وهو التوريق (Securitization) واختلافه عن إصدار السندات التقليدية، لنضع إطاراً للتمييز بين عمليتي التصكيك وإصدار الصكوك، وننتهي بالتعرف على آلية إصدار الصكوك.

1-4-1- التوريق وإصدار السندات التقليدية: نبحت من خلال ما سيأتي عن ماهية التوريق وعلاقته بإصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول، للوصول إلى أوجه الفرق بين التوريق وإصدار السندات التقليدية.

* رضا سعد الله: هو رئيس الجمعية التونسية للاقتصاد الإسلامي، نعهده من الباحثين القلائل الذي قدم بحثاً يفصل فيه الفرق بين عملية إصدار الصكوك والتصكيك من خلال بحثه الموسوم ب: الصكوك الإسلامية "مدخل عام"، المقدم إلى: "ندوة الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والحاسبية" بتونس في 28-29 مارس 2015م.

أولاً- تعريف التوريق*: ببساطة يعني مصطلح التوريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية¹ وعادة ما تسمى هذه الأوراق المالية بالسندات (أو الأوراق المالية المدعومة بالأصول) ناتجة عن عملية تسهيل الراغب-يسمى المنشئ- في التوريق. ويتم دفع العوائد للمستثمرين في هذه الأوراق من التدفقات النقدية المتولدة عن الأصول. ويمكن للمستثمرين اللجوء في حال التعثر للأصل، وليس على المنشئ.

وبشكل أكثر تفصيلاً يستلزم التوريق تجميع أصول مالية كالديون بضمانات رهونات** ثم بيعها للشركة ذات الغرض الخاص -SPV- Special Purpose Vehicle، أو من خلال بنوك متمرسة في هذا المجال، وهذه الأخيرة تقوم بدورها بإصدار أوراق مالية مدعومة بتلك الموجودات (الديون)، وطرحها في الأسواق للجمهور، فالمكون الأساسي لعملية التوريق هو الديون المولدة أو المدرة للدخل، والذي يتيح للمستثمر الحصول على عائد مناسب من استثماره، لذلك فإن الديون التي يراد توريقها يجب أن تتمتع بدرجة عالية من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين، من حيث نوعيتها، ودرجة تصنيفها الائتماني، وتمتعها بسجل تاريخي جيد، يشهد الانتظام في السداد، وبالتالي تحقيق دخل مستمر ومنظم، بالإضافة إلى تمتعها بدرجة مقبولة من المخاطر². وهكذا تفضي عملية التوريق إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول مالية سائلة، تستخدم عادة لتمويل عمليات مصرفية جديدة وتوظيفات مالية أخرى³.

ثانياً- تعريف السندات التقليدية: السند هو وثيقة مديونية، يتم إصداره من قبل الشركات والحكومات لاستخدامه كوسيلة للاقتراض المباشر من المستثمرين، ويتعهد مصدر السند بدفع لحامله فائدة محررة مسبقاً طول مدة السند، ويرد له القيمة الاسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق⁴.

ويتم توضيح عملية إصدار السندات التقليدية أكثر من خلال تحديد الفروق بينها وبين عملية التوريق.

ثالثاً - الفرق بين التوريق وإصدار السندات التقليدية: بناء على التعريفين السابقين، يمكن أن نستنتج أهم الفروق بين عمليتي التوريق وإصدار السندات التقليدية، من أهمها ما يلي⁵:

1. التوريق هو إصدار سندات (أو أوراقاً مالية) مدعومة بأصول، عادة تمثل ديون مرجوة الأداء للأصول الأكثر استخداماً في سوق الدين التقليدي، سواء تمثلت في قروض الرهن العقاري، أو ديون بطاقات الائتمان، أو قروض أخرى، وهي تمثل ضماناً مقدماً لحاملي تلك الأوراق، بينما الإصدار البسيط للسندات التقليدية -لا نقصد السندات الناتجة عن عملية التوريق- فلا يحتاج إلى الوجود المسبق لمثل تلك الأصول؛

* تعود الجذور الأولى لعملية التوريق إلى السوق المالية الأمريكية، عندما قرر الرئيس الأمريكي روزفلت « Rosvelt » في سنة 1938م إنشاء الجمعية الفدرالية الوطنية للرهن العقاري والمعروفة بالاسم الأكثر شيوعاً فاني ماي (Fannie Mae) وقيامها بإصدار سندات مضمونة برهن عقارية Mortgage Backed Securities- MBS -مقابل مجموعة من ديون الرهن الممنوحة من طرف البنوك الأمريكية، وقد تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري سنة 1968م، واستحدثت مؤسسة أخرى في سنة 1970م باسم جيني ماي "Ginnie Mae" وأخرى كذلك في نفس السنة باسم فريدي ماك "Freddie Mac"، حيث هيمنة هذه المؤسسات الثلاثة على سوق الرهن العقاري الأمريكي من خلال شراء قروض (ديون) البنوك ثم تحويلها إلى أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية.

¹ Ian Giddy, The Securitization Process, stern school of business, new York university ,Available on :<http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/absprocess.pdf> , Download Date :27/06/2018 .p3.

** غالباً ما تتمثل في الديون المتجانسة والمضمونة بالرهن العقاري أو قروض اقتناء السيارات أو ذمم بطاقات الائتمان وغيرها.

² ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها "دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للوراء المالية للفترة (2005-2010)"،

مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-، 2011/2012، ص 24.

³ فؤاد محيسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

⁴ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

⁵ المرجع السابق.

2. ليس لحامل السند المدعم بأصول أن يعود على المصدر في حال عدم كفاية تلك الأصول للوفاء بالتزامات المصدر، أما حامل السند التقليدي فيمكنه الرجوع على المصدر؛
3. التوريق وسيلة لإعادة تمويل مؤسسات لها محفظة ديون غير سائلة عادة (أو أصول أخرى غير سائلة)، أما الإصدار البسيط يمكن أن يتم بقصد الحصول على التمويل ابتداءً، وأحياناً تصبح السندات التقليدية الصادرة عن عملية الإصدار البسيط أصولاً داعمة لإصدار سندات في عملية التوريق؛
4. التوريق لا تقوم به إلا المؤسسات المالية، أما الإصدار البسيط للسندات فيمكن أن تقوم به المؤسسات المالية وغيرها، من شركات وحكومات ومؤسسات شبه حكومية؛
5. التوريق ابتكار مالي معقد مقارنة بالإصدار البسيط للسندات، ويصل في صورته الأكثر تعقيداً إلى إصدار شرائح متعددة من السندات مدعمة من نفس محفظة الديون، لذلك يطلق على عملية التوريق بالتمويل المهيكّل (Structured Finance)؛
6. التوريق ابتكار حديث نسبياً مقارنة مع الإصدار البسيط للسندات التقليدية الذي يعود إلى سنوات بعيدة، ولا ينظر إلى التوريق على أنه بديل للإصدار البسيط للسندات.

1-4-2- التصكيك وإصدار صكوك التمويل: نبدأ أولاً بتعريف التصكيك، حسب ما جاء في أبحاث التمويل الإسلامي كمصطلح حديث ثم نرجع على التمييز بين التصكيك وإصدار صكوك التمويل.

أولاً- تعريف التصكيك: تقوم فكرة التصكيك أساساً على مبدأ توثيق الأصول بأنواعها المتعددة. الأمر الذي يعني إنشاء وثيقة خطية تمثل ملكية أصول حقيقية¹.

وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 137 (3/15) لسنة 2004م، تعريف التصكيك على أنه « إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً² ».

ويعرف أيضاً بأنه عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، قابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالباً أعياناً، وذات آجال محددة، وبعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر³.

من خلال تعريفنا للتصكيك، وفي سياق ما سبأتي حول التمييز بين التصكيك وإصدار الصكوك، سنحاول توضيح معنى هذا الأخير.

ثانياً- التمييز بين التصكيك وإصدار صكوك التمويل*: انطلاقاً من أنه ليس كل إصدار للصكوك تصكيكاً، حيث يبنى التمييز على أساس تملك المصدر للأصول القابلة للتصكيك من عدمه. فإذا كان المصدر يملك موجودات ويرغب في بيعها لمدة محددة للمستثمرين (حملة الصكوك) ويحصل في المقابل على سيولة من حصيلة الاكتتاب يستخدمها لتمويل احتياجاته المالية والاستثمارية، ويحصل المستثمرون من جهتهم على عوائد استثمار تلك الأصول، نكون هنا أمام عملية التصكيك؛ بينما إذا كان

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 357.

² أنظر: مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الخامس عشر، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، المنعقد بمسقط سلطنة عُمان، 6-11 مارس 2004م. المتاح على الرابط: <http://www.fiqhacademy.org.sa/qrarat/15-3.htm>، تاريخ الإطلاع: 2010/12/12.

³ فتح الرحمن على محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، جويلية 2008م. * هناك من يسمي عملية إصدار الصكوك بتصكيك موجودات في الذمة، بينما تسمى عملية التصكيك، تصكيك موجودات حاضرة.

الهدف من وراء إصدار الصكوك هو تمويل اقتناء أصولاً جديدة لفائدة المصدر لم تكن موجودة من قبل أو أثناء عملية الإصدار فإننا أمام عملية إصدار بسيط للصكوك¹ ونسميها نحن بإصدار صكوك التمويل.

بناءً على ما سبق نستنتج أنه للحصول على صكوك ممثلة بأصول يكون باتخاذ اتجاهين أساسيين، هما²:

أ. **عملية التصكيك:** تتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة، يتم بموجبها إصدار الصكوك، وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في العوائد المتوقعة من أداء هذا الأصل أو الأصول.

ب. **عملية إصدار صكوك التمويل:** تتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة (مشروعات أو أي مجال استثماري معين)، ويكون لحملة الصكوك العوائد من النتائج المتوقعة لهذه الاستثمارات، حيث تقوم هيكلية الصكوك على صيغة المشاركة أو المضاربة أو الوكالة أو صيغ المدينيات.

يلاحظ أن التوريق والتصكيك يتفقان في افتراضهما وجود موجودات قائمة لدى المنشئ بغية تسيلها، وعلى أساسها يتم إصدار أوراق مالية تمثلها، ولكنهما يختلفان من جهتين أساسيتين، هما:

✓ التوريق عادة ما تقوم به المؤسسات المالية بغرض إعادة التمويل، في حين يمكن القيام بالتصكيك من قبل المؤسسات المالية وغيرها.

✓ الأصول التي يقوم عليها التوريق كما تم ذكره سابقاً، عادة ما تتمثل في الديون بينما يقوم التصكيك على أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط مما سبق مضافاً إليها النقود والديون، وتستبعد الأصول المتمثلة أساساً في الديون الربوية، وتلك التي تحمل فوائد محددة بالإضافة إلى الموجودات المحرمة شرعاً³، أي بعبارة أخرى ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعاً والغلبة فيها للأعيان (موجودات حقيقية)، وهذا عكس التوريق الذي يقوم غالباً على توريق الديون. ويخلص الجدول (1-1) أدناه أهم الفروقات بين السندات التقليدية الناتجة عن الإصدار البسيط، والسندات (الأوراق المالية) المدعومة بالأصول الناشئة عن عملية التوريق والصكوك المتولدة عن عملية إصدار صكوك التمويل أو التصكيك.

جدول رقم (1-1): الفروقات بين السندات التقليدية، والأوراق المالية المدعومة بالأصول والصكوك

الصكوك	الأوراق المالية المدعومة بالأصول	السندات التقليدية	معيّار المقارنة
1990	1970	1600	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من الأصول قائمة على عقد شرعي	علاقة دائنية مبنية أو مضمونة بأصول (ديون عادة)	قرض (علاقة دائنية)	العلاقة التعاقدية الأساسية
خارج الميزانية	خارج الميزانية	تظهر في الميزانية	المعاملة المحاسبية
العائد من استثمار الأصول - الربح في عقود البيع أو التأجير أو الشراكة -	سعر الفائدة (اللجوء إلى ضمانات الأصول في حال التعثر) -	الفائدة على القرض (اللجوء إلى المصدر في حال التعثر - غير مضمون -)	عوائد المستثمرين
يعتمد على طبيعة الأصول. ولا تسمح المعايير الشرعية الدولية ببيع	بيع دين أو أصول مولدة للدخل	بيع الدين	إمكانية التداول في السوق الثانوي

.../...

¹ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

² ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 25.

³ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

الديون بخضم، ولكن يسمح ببيع الأصول الملموسة، وبعض الأصول غير الملموسة ومنافع المشاريع			
حسب صيغة استثمار الموجودات	منخفضة	منخفضة	درجة المخاطرة

المصدر: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 450. بتصرف

1-4-3- الطريقة العملية لآلية إصدار الصكوك

نتعرف على الطريقة العملية لآلية إصدار الصكوك، مبتدئين بتحديد الأطراف الفاعلة في عملية الإصدار والوظيفة الموكلة لكل واحد منها، ثم نشير إلى قضية الإصدار المباشر وغير مباشر، وأخيراً نستعرض أهم مراحل آلية إصدار الصكوك.

أولاً- الأطراف الفاعلة في آلية إصدار الصكوك: يبدو نظرياً أن إصدار الصكوك يقوم على علاقة بين طرفين، هو الجهة الراغبة في الحصول على السيولة من خلال طرحها للصكوك، والطرف الآخر هم حملة الصكوك (المستثمرون) الذين يكتبون في الصكوك، انتظاراً لعائدها، ولكن الواقع العملي يتطلب تدخل أطراف عديدة في الإصدار للقيام بوظائف محددة، وتجدد الإشارة أنه ليس ضرورياً أنه يضم كل إصدار جميع الأطراف التي سيتم ذكرها لاحقاً، بل يمكن أن يقتصر إصدار معين على بعض الأطراف دون الآخر، كما قد تجمع جهة واحدة القيام بوظيفتين أو أكثر، حيث يمكن تقسيم الأطراف الفاعلة في عملية إصدار الصكوك إلى أطراف أصلية وأخرى مساعدة، وسنوضحها من خلال ما يلي¹:

1- الأطراف الأصلية: وهي الأطراف الرئيسة في عملية إصدار الصكوك وتتمثل فيما يلي:

أ. المنشئ (Originator): وله عدة تسميات منها المصدر الأصلي أو البادئ أو مالك الأصل، وإن اختلفت المصالحات لكن المعنى واحد يدل على الجهة الراغبة في تسهيل أصولها للحصول على موارد نقدية من بيعها للصكوك الممثلة لتلك الأصول في حالة عملية التصكيك، وبشكل عام هي الجهة المستفيدة من حصيلة إصدار الصكوك سواءً عن طريق عملية (التصكيك أو إصدار الصكوك).

ب. المصدر (Issuer): ومن التسميات الأخرى له وكيل الإصدار، وهي الجهة التي يعطي لها التفويض بإصدار وبيع الصكوك للمستثمرين، لذلك تعد الطرف المقابل لحملة الصكوك في عقد الإصدار، وفي حالة الإصدار المباشر يكون المصدر والمنشئ جهة واحدة، ولكن قد يكلف المنشئ طرف ثاني بوظيفة الإصدار، ينشئه خصيصاً لهذا الغرض، وتعرف بـ "الشركة ذات الغرض الخاص-Special Purpose Vehicle-SPV".

ج. المستثمرون (Investors): ويطلق عليهم أيضاً مصطلح حملة الصكوك (Sukuk Holders)، وهم المكتتبون عند طرح الأولي في سوق الإصدار من مستثمرين تأسيسيون، وبعدها المستثمرون للصكوك في السوق الثانوية من قبل المستثمرين الأفراد والتأسيسيون أيضاً.

د. محفظة الأصول (Portfolio Asset): وهي الجزء الهام الذي تدور حوله عملية التصكيك بمختلف أطرافها الأصلية والمساعدة، وتمثل الوعاء الاستثماري الذي يضم الأصول المراد تسهيلها من قبل المنشئ، بغية تمويل إنشاء مشروع استثماري جديد أو توسيع قاعدة مشروع قائم باستخدام عقود التمويل الإسلامي، إذ يتم تحصيل العائد على محفظة الأصول وإيداعها بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في آجال سدادها.

¹ بالاعتماد على: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 780-782. ورضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق. وريبعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 39-42.

أما في حالة عملية إصدار الصكوك فيمكن القول أن محفظة الأصول عبارة عن صندوق استثماري مشترك بين المستثمرين، يضم حصيلة اكتناهم في صكوك -مثلة لموجودات- بعد استثمارها في المجال الذي يحدده ويرغب المصدر (التمول) الاستثمار فيه، ومن ثم يكون حملة الصكوك طرفاً (بائعا بأجل، أو مؤجراً، أو رب مال)، ويكون المصدر مشترياً، أو مستأجراً، أو مضارباً.

2- الأطراف المساعدة: وهي الجهات التي يتم الاتفاق معها للقيام بخدمات خاصة بإصدار الصكوك. ومن أهمها ما يلي:

أ. الهيئة الشرعية: نرها من الأكثر الأطراف المساعدة أهمية، للدور الذي تلعبه في كسب ثقة المستثمرين وحماية مصالحهم باعتبارهم لا يملكون حق المشاركة في صناعة قرارات جهة الإصدار، والأهم من ذلك ضمان توافق إصدارات الصكوك مع أحكام الشرعية.

بشكل عام تقوم الهيئات الشرعية بدور المراقب الذي يتابع السلامة الشرعية للصكوك المصدرة في جميع مراحلها، وتتمثل أهم وظائفها في الإشراف على الجوانب الشرعية التي تسبق عملية إصدار الصكوك، ومراقبة آلية إصدارها والمستندات القانونية والتنظيمية المتعلقة بها، ومختلف الممارسات والتطبيقات اللاحقة للإصدار، كما تعمل على إجازة المعاملات المالية من الناحية الشرعية بما في ذلك استثمار حصيلة الاكتتاب، والتأكد من هيكلية الإصدار وموافقته للضوابط الشرعية؛ لضمان توافق الصكوك مع الشرعية الإسلامية.

ب. متعهد التغطية (Underwriter): ويختصر بالمعطي، وظيفته ترويج الصكوك المطروحة لدى المستثمرين وضمان الاكتتاب في الطرح بكامله، وذلك بالتعهد بالاكتتاب في الصكوك التي لم يكتب فيها المستثمرون.

ج. الأمين (Trustee): ويسمى أيضاً بأمين الحفظ (أو الإصدار) أو الوصي وهي الجهة التي ينام بها حماية مصالح حملة الصكوك ويرعى حقوقهم ويستلم مستحقاتهم من القائم بخدمة الصكوك (Servicer) ثم يسلمها إليهم، كما تحتفظ هذه الجهة بالوثائق والضمانات، ومن المهام الأخرى أيضاً مراقبة أداء شركة الإدارة إن وجدت، وبصفة الأمين وكياً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفتهم الموكلين له.

د. مدير الاستثمار (Portfolio Manager): ويسمى أيضاً بمدير محفظة الاستثمار أو مدير الأصول أو مدير الأموال، وهو الذي يتولى إدارة واستثمار الموجودات التي تمثلها الصكوك والمملوكة لحملة الصكوك، وذلك على أساس المضاربة أو الوكالة، وعادة ما يكون مصدر الصكوك هو مدير الاستثمار.

هـ. المحصل (Servicer): ويطلق عليه أيضاً متعهد الخدمة أو مساعد الأمين، وظيفته تحصيل التدفقات النقدية الخاصة بالصكوك وتسليمها إلى الجهة التي تمثل المستثمرين، ومن المسؤوليات الأخرى القيام بالصيانة الأساسية والتأمين على موجودات الصكوك، مثلاً في حالة صكوك الإجارة، إذا كان المصدر لا يقوم بهذه الوظيفة، وقد يكون المحصل نفس الجهة المنشئة.

و. وكيل السداد (Paying Agent): وله وظيفة تنفيذ أوامر الدفع.

ز. المرتب (Arranger): وهو الذي يرتب عملية الإصدار، ويقوم بإنشاء الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، واختيار الأصول التي تدعم الإصدار عندما يتعلق الأمر بعملية التصكيك، ويتعاون في ذلك مع وكالات التصنيف. وعندما يكون المنشئ مؤسسة مالية، غالباً ما توكل وظيفة ترتيب الإصدار إلى فريق متخصص في الهندسة المالية من داخل المؤسسة (المنشئ).

ح. شركة الإدارة: تتولى إدارة الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، عندما تأخذ هذه الأخيرة شكلاً قانونياً، فإنه لا يسمح لها بإدارة خاصة بها، كما هو الشأن بالنسبة للصناديق الاستثمارية المشتركة للحقوق المالية المعروفة في القانون الفرنسي.

ط. ضامن الإصدار (Obligor): ويسمى أيضاً بالملتزم أو متعهد الإصدار، وهي الجهة الضامنة لحقوق حملة الصكوك في تحصيل مستحقاتهم، وقد يكون إحدى شركات التأمين (التكافل) أو طرف ثالث مستقل. ويعتبر الضمان أحد أهم عوامل نجاح عملية التسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال، حيث تختلف عمليات إصدار الصكوك في الضمانات التي يمكن تقديمها حسب طبيعة ونوع موجودات الصكوك، كما أن هناك قيود شرعية على ضمان الصكوك الإسلامية المصدرة، والتي تم التطرق إليها في الأطر الشرعية التي تحكم عملية التصكيك¹.

ي. وكالات التصنيف (Rating Agency): نظرياً، هي تلك الوكالات المتخصصة في تصنيف المؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، حيث تجمع في تصنيفها بين التصنيف الائتماني على غرار ما تقوم به وكالات التصنيف في النظام المالي التقليدي، وكذا التصنيف الشرعي، أي تقديمها نوعين من التصنيف، هما: تصنيف تقني (ائتماني) لتقييم الجدارة الائتمانية للمنتج المالي (الصكوك المصدرة)، وذلك بالنظر إلى جودة الأصول التي تمثلها ومدى القدرة على تسيلها، الغاية منه إبراز القوة والملاءة المالية للصكوك المطروحة؛ أم النوع الثاني من التصنيف فيتعلق بتقديم التصنيف الشرعي والجودة الشرعية للصكوك، فهذه الأخيرة تعنى بتقييم مستوى امتثالها للمبادئ الشرعية، والتزامها بتوجيهات الهيئة الشرعية، حيث يتولى التصنيف الشرعي التأكد من ذلك، من خلال الفحص التفصيلي لجميع الأسس النظرية الشرعية والتطبيقية التي تقوم عليها الصكوك.

إلى جانب التصنيف الائتماني والشرعي هناك نوع آخر من التصنيفات قد تقوم به وكالات التصنيف الإسلامية، وهو تصنيف حوكمة الشركات المصدرة للصكوك، حيث ينظر هذا التصنيف في سلامة ممارسات جهة الإصدار في مجال بيان حقوق ومسؤوليات أصحاب المصالح، ومدى التزامها بقواعد وإجراءات صنع القرار المعتمدة لديها. من بين أهم وكالات التصنيف الإسلامية التي تجمع بين هذه التصنيفات الثلاثة: الائتمانية، والشرعية والحوكمة هي الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA)*، وهي أقدم مؤسسات التصنيف الإسلامية².

لكن الممارسة الفعلية لتصنيفات الصكوك خاصة الإصدارات الدولية منها، عادة ما تقوم به وكالات التصنيف العالمية مثل (S&P, Fitch, Moody's) ونحوها، والتي تقتصر على التصنيف الائتماني دون الشرعي-خارج تخصصها- ولأنواع محددة من الصكوك -تكون هيكلتها قريبة من السندات التقليدية-، لذلك هذه الوكالات مدعوة لتغيير منهجية عملها لتتلاءم مع الخصائص المميزة للصكوك، والتي تتعرض إلى مخاطر ذات طبيعة خاصة مقارنة بالسندات التقليدية³.

¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 42.

* Islamic International Rating Agency.

² سيتم التفصيل أكثر حول هذه الوكالة، أنظر ص 88.

³ إسراء (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 172-173.

إلى جانب الأطراف المذكورة يتدخل في آلية إصدار الصكوك عدد آخر من الخبراء والمستشارين والأجهزة الرقابية، منهم المستشارين القانونيين، والخبراء المحاسبين، والمدققين، وسلطة رقابة سوق المال، ولجنة الرقابة الشرعية التي من وظائفها اعتماد العقود التي تستند إليها الصكوك والتأكد من مدى التزام آلية الإصدار والمستندات المتعلقة به بالضوابط الشرعية¹.

ثانياً- التمييز بين الإصدار المباشر وغير مباشر للصكوك: تفترض معظم الأبحاث الأكاديمية والكتابات العلمية في موضوع الصكوك أن إصدارها يتم بطريقة غير مباشر، وتحديدًا بواسطة الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، والتي عادة ما تنشئها الجهة المستفيد من الإصدار؛ أما الإصدار المباشر يكون دون مرور أو إنشاء للشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، ولفهم الاختلاف بين الإصدار المباشر وغير مباشر سنتطرق إلى التعرف على طبيعة الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) وشكلها القانوني ووظيفتها في النظام المالي التقليدي وإسقاط ذلك على حالة الصكوك مع إبراز الأغراض التي تنشأ لأجلها (SPV)، وهل يمكن الاستغناء عنها؟ حيث سيتم الإجابة عن هذا السؤال من خلال التعرف على ضرورة (SPV) في آلية إصدار الصكوك.

1- طبيعة الشركة ذات الغرض الخاص: المعروفة في اللغة الإنجليزية اختصاراً (SPV)، أي هيئة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle)، وفي أمريكا يغلب تسميتها باسم (SPE) اختصاراً لـ (Special Purpose Entity)، وتحمل نفس المعنى السابق، وهي شركة ذات طبيعة قانونية خاصة، ولها مسؤولية محدودة، عادة ما تنشأ بمبادرة من المستفيد أو المنشئ لتحقيق غرض مؤقت له، وهذا يفسر سبب تسميتها، غالباً ما يكون مقرها الاجتماعي في المناطق المعفية من الضرائب كجزر كايمان في الكاريبي، وجزيرة لابوان في ماليزيا².

يلاحظ بداية أن الإصدار البسيط لسندات تقليدية، يكون مباشراً، دون الحاجة لوساطة الشركة ذات الغرض الخاص (SPV). أما بالنسبة للسندات المصدرة عن طريق عملية التوريق، تعتبر (SPV) عنصراً أساسياً في تلك الآلية، خاصة في الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008م، لكن بعد هذه الأزمة هزت الثقة في عملية التوريق والسندات المتولدة عنها، وبعثت على التساؤل حول الفائدة من الإصدار غير مباشر. ويرى المنتقدون للإصدار غير المباشر أن إخراج الديون من الميزانية وتحويلها إلى جهة ذات غرض خاص يضعف لديها حافز على التأكد من جودة القروض التي تمنحها، ويستخلصون من ذلك إعادة الشفافية لميزانية البنوك بإعادة الأصول المحولة إلى شركة الغرض الخاص إلى داخل الميزانية، وهو ما سيرفع من كفاءة النظام المالي³.

2- الشكل القانوني لشركة ذات الغرض الخاص: يختلف التكييف القانوني لشركة (SPV) عبر مختلف الأنظمة القانونية المختلفة في العالم، ومن أهم الأشكال القانونية الموجودة في العالم ما يلي⁴:

- ✓ العهدة الخيرية (charitable trust)، كما هو الشأن بكندا.
- ✓ شركة ذات مسؤولية محدودة، كما هو الشأن في الولايات المتحدة الأمريكية.
- ✓ شركة ذات غرض محدود مملوكة لعهد خيرية.
- ✓ شركة مملوكة لمنشئ.

¹ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

² فواد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عدد متخصص رقم: 80، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، 2013/01، ص 27.

³ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

⁴ المرجع السابق.

✓ مؤسسة شبه وافية (Foundation)، كما هو الشأن ببولندا.

✓ صندوق مشترك لا يتمتع بالشخصية المعنوية، كما هو الشأن بفرنسا وتونس.

3-دوافع-الأغراض التي تنشأ لأجلها- الشركة ذات الغرض الخاص (SPV): أظهر الواقع بأن الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) سلاح ذو حدين، فقد تكون أداة منفعة، فيمكن مثلاً تكوين الشركة للابتعاد عن خطر الإفلاس، ومن ثم مطالبات الدائنين للشركة الأم صاحبة المشروع، وهذا ما يسمى بمبدأ -Insolvency Remoteness-؛ وفي المقابل يمكن أن تكون أداة حيلة، وهذا من خلال الاستفادة من سهولة إجراءات إنشاء الشركة في عدد من السلطات التشريعية مع عدم وجود قيود على رأس المال والأنشطة التشغيلية، وكذا لاستغلال عدد من الحوافز الضريبية.

تتمثل دوافع (أغراض) إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) في ظل النظام المالي التقليدي، في أهم ما يلي¹:

(أ) رفاية: لإضفاء الشفافية وضمان حقوق الممولين أو المستثمرين، ولحماية حاملي السندات من المخاطر الائتمانية للمنشئ وخاصة حمايتهم من مطالبات الدائنين الآخرين في حالة إفلاسه، يتم إخراج تلك الأصول من الميزانية وتحويلها إلى جهة مستقلة، وهي الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، ولتعزيز حماية حملة الصكوك يقيد نشاط الشركة بحيث يمنع من التداين، باستثناء الدين الذي عليه (المستحقات من عوائد دورية وقيمة السندات) لحملة السندات، وبذلك يستبعد أن تصل الشركة ذات الغرض الخاص إلى الإفلاس، لذلك يقال أن الشركة ذات الغرض الخاص في منأى عن الإفلاس (Bankruptcy remote)، غير أن في الواقع لا تقوم الشركة ذات الغرض الخاص فعلاً بهذه الوظيفة إلا بشروط تقضي في مجملها عزلها عن المنشئ من حيث الملكية ومن حيث التأثير في الإدارة، وتنص المعايير الدولية للإفصاح المالي على ضرورة تجميع أصول الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) مع أصول المنشئ إذا كان الأخير يتحكم في الأول.

ومن الأغراض الأخرى لإنشاء (SPV)، ومن جهة نظر المنشئ، ما يلي:

(ب) محاسبية ومالية: وتتمثل في:

✓ توزيع المخاطر: فالشركة التي تريد أن توزع مخاطر مشروع أو أصول، تقوم بنقل ملكية إلى شركة تشتهر لهذا

الغرض، بغية جلب شركاء يتحملون مع المنشئ مخاطر هذا المشروع؛

✓ بيع ما يتعذر بيعه: فالموجودات التي يصعب أو يتعذر بيعها استقلالاً، يتم نقلها إلى هذه الشركة (SPV)

بعد إنشائها، ثم تبيع الأخيرة هذه الموجودات من خلال طرحها لسندات تمثلها للمستثمرين؛

✓ كأسلوب لحفض تكاليف الاقتراض أو الحصول على التمويل، ولاسيما عند انخفاض التصنيف الائتماني

للشركة المنشئة نتيجة تعثرها المالي مثلاً، وفي هذه الحالة يصبح حصولها على التمويل مكلفاً لضعف ثقة

المؤسسات الممولة بها، فمن خلال إنشاءها لهذه الشركة المصدرة (SPV) ذات السجل الجديد وذات تصنيف

أعلى من تصنيفها، فيمكن لشركة المنشئة أن تتمول أو تقترض عن طريقها، مما يخفف على الشركة المنشئة

كلفة التمويل.

(ج) قانونية: لتفادي بعض العقوبات القانونية، كالا تسمح بعض القوانين بالتملك للشركات الأجنبية، فتعمد إلى إنشاء

شركة (SPV) في ذلك البلد.

¹ فواد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مرجع سابق، ص 27. بتصرف.

د) تحايلية: كإحدى ابتكارات الهندسية المالية، فقد يلجأ المنشئ إلى إنشاء هذه الشركة بغية التهرب من دفع الضرائب مثلاً، أو حتى تلاعب بالبيانات المالية للشركة الأم (المنشئ) عبر البيع الوهمي لموجوداتها إلى هذه الشركة الناشئة.

4- ضرورة الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) لآلية إصدار الصكوك: مما سبق نرى أن الإصدار غير المباشر من خلال الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) لا ضرورة له في حالة إصدار صكوك التمويل للحصول على السيولة، بغية اقتناء أصول جديدة غير موجودة لدى المنشئ؛ أما في حالة التصكيك، أي إصدار صكوك بتحويل ملكية أصول قائمة من المنشئ إلى المستثمرين (حملة الصكوك)، فهنا يطرح سؤالاً حول ذلك: هل التصكيك يحتاج إلى وظيفة أساسية يتم من أجلها إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV)، وظيفتها عزل الأصول المحولة عن مخاطر إفلاس المنشئ؟ فالجواب: أن التصكيك يقتضي تملك حملة الصكوك ملكية تامة غير منقوصة (نظرياً)، وبالتالي فهي تخرج من ميزانية المنشئ بوجود الشركة ذات الغرض الخاص أو بعدمها¹.

ويرى البعض بأن الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) تمثل حملة الصكوك وتحمي حقوقهم، وقد تم انتقاد هذا الرأي من جهتين²:

أ. كثيراً ما تعد العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) غير مستقرة وتتغير بتغير النظم القانونية، وفي أحسن الأحوال يكون للمنشئ ولو القليل من التأثير على الشركة (SPV) التي قام هو بإنشائها، وعليه حتى ولو أنشئت هذه الشركة (SPV) لتمثيل مصالح المستثمرين فلا يمكن استبعاد شبهة تضارب المصالح.

ب. عادة ما تتضمن الترتيبات العملية سواءً لإصدار الصكوك أو السندات التقليدية أطرافاً أخرى غير شركة (SPV) تقوم بتمثيل المستثمرين وحماية حقوقهم، كأمين الإصدار، إذن فما هو الداعي لتعدد تمثيل حملة الصكوك؟

وبناءً على ما سبق يرى عدد من الباحثين أنه ليس من الضرورة إنشاء شركة ذات غرض خاص (SPV) في مجال إصدار الصكوك، ويقترح الاستعاضة عنها بإنشاء هيئة لتمثيل حملة الصكوك ورعاية حقوقهم، على أن يوكل أمر إنشائها لجهة عامة مثل هيئة سوق المال وليس للمنشئ، منعا لشبهة تضارب المصالح.

ومن وجهة نظرنا نقترح أن يتم إنشاء هيئة مستقلة على منوال الشركة ذات غرض خاص (SPV)، على أن تكون هيئة واحدة في كل بلد أو إقليم أو سلطة قانونية، تتولى كل عمليات ووحدات إصدارات الصكوك في ذلك البلد أو الإقليم، بما أقسام أو مصالح، كل مصلحة أو قسم يختص بنوع أو قطاع معين من إصدارات صكوك، كما تتولى أو تجمع هذه الهيئة بين مختلف الوظائف التي تقوم بها الأطراف المساعدة التي تم الإشارة لها سابقاً، مما قد يقلل من تكاليف عملية الإصدار.

وفي إطار هذا المقترح، وفي ظل التمويل والاستثمار الإسلامي يكون الغرض من إنشاء هذه الهيئة نفس الدوافع التي تنشأ لأجلها الشركة ذات الغرض الخاص في النظام المالي التقليدي، ولكن يستثنى مالا يجوز شرعاً، كتوريق الديون المحرمة، والافتراض بالفائدة والتلاعب المالي، ونلخص أهم المهام التي يمكن أن توكل إلى هذه الهيئة³:

أ) الاستعانة بما في عمليات التصكيك: تُنقل إليها أصول الجهة الراغبة في التصكيك (المنشئ)، وعلى أساس هذه الموجودات تقوم الهيئة بإصدار صكوك تمثلها ومن ثم طرحها للاكتتاب العام ومن بعد ذلك إطفائها، كما هو معروف في عمليات الصكوك. وتتحد مهام هذه الهيئة في عمليات الصكوك بعد إصدارها بما يلي:

¹ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

² المرجع السابق.

³ فؤاد محمد محسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مرجع سابق، ص ص 27-28.

- ✓ تمثيل حملة الصكوك في كل ما يجب تمثيلهم، بحيث لا يكون هناك تضارب في المصالح لهذا التمثيل، وكذا حماية حقوقهم؛
- ✓ إدارة الموجودات ورعايتها واستثمار ما ليس مستثمراً منها؛
- ✓ أن يكون بهذه الهيئة جهة تتولى عملية الطرح الأولى في سوق الإصدار، وترويج لها لضمان الاكتتاب في أي طرح كاملاً؛
- ✓ تحصيل الإيرادات من أرباح وإيجارات وغيرها، لتوزيعها بشكل دوري على حملة الصكوك؛
- ✓ إصدار نشرات دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم من الموجودات التي تمثلها الصكوك؛
- ✓ إنهاء الصفة الاستثمارية للصكوك في تاريخ استحقاقها، وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك.

ب) ترك مالا يجوز شرعاً من حيث البيع وإعادة الشراء، كما الحال في بيع الأصول إلى المستثمرين عند استثمارهم في الصكوك ثم إعادة شرائها بواسطة هذه الهيئة؛

ج) وتكون أكثر تطبيقات هذه الهيئة في التمويل والاستثمار الإسلامي في قطاع الصكوك والمحافظة الاستثمارية وتمويل الشركات.

ثالثاً- مراحل إصدار الصكوك: يجمع أغلب الباحثين والمختصين أن عملية إصدار الصكوك تمر بثلاثة مراحل رئيسية، اختصاراً كالآتي¹:

1- المرحلة الأولى (مرحلة ما قبل الإصدار): ويطلق عليها أيضاً مرحلة تقييم الإصدار، تبدأ هذه المرحلة بتحديد هدف المنشئ من إصدار الصكوك. فإما أن يكون غرضه من الإصدار تلبية حاجاته المالية لتمويل مشروع استثماري في المستقبل من خلال استغلال حصيلة الاكتتاب في إقامة هذا المشروع للاستفادة منه، وهنا نكون أمام حالة عملية إصدار الصكوك، وإما أن تكون غايته من الإصدار توفير السيولة من خلال عملية تصكيك موجوداته القائمة فعلاً بعد تجميعها وحصرها في وعاء استثماري واحد (محفظة التصكيك) ونقلها للهيئة المستقلة، حيث يستغل المنشئ حصيلة الاكتتاب في أغراضه الخاصة على أن يستفيد المستثمرون من الأصول محل عملية التصكيك، بإيجارها مثلاً لفترة زمنية معينة؛ ثم وصولاً لمرحلة إطفاء الصكوك.

ونلخص من خلال ما سيرد أهم الخطوات التي قد تتضمنها هذه المرحلة، وهذه الخطوات قد لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة على أخرى من مجمل الخطوات دون أن ينشأ عن ذلك خلل؛ وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها، وأحياناً توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها، وتتمثل في أهم ما يلي²:

- أ) دراسة جدوى المشروع بالتعاون مع الخبراء المحاسبين ومرتب الإصدار؛
- ب) اعتماد دراسة الجدوى من جهة موثوقة؛
- ج) تصنيف الصكوك على ضوء دراسة الجدوى المعتمدة والجدارة الائتمانية لشركة الإصدار؛
- د) صياغة العقود بالتعاون مع المستشارين القانونيين والشرعيين؛

¹ بالاعتماد على: محمد جاسر، تجارب إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص 44. وعبد القادر زيتوني، دور التصكيك في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية- دراسة تطبيقية على عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة (2003-2014)، أطروحة الدكتوراه في الاقتصاد، تخصص: نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-، 2017/2018، ص 138.

² رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

- (هـ) تعيين متعهد التغطية، إن لزم الأمر ووكيل السداد؛
 (و) صياغة نشرة الإصدار؛
 (ز) الاعتماد الشرعي لعقود وآلية الإصدار من قبل هيئة الرقابة الشرعية؛
 (ح) اعتماد الهيئة المستقلة لتمثيل حملة الصكوك ورعاية حقوقهم؛
 (ط) أخذ الموافقات اللازمة لإصدار الصكوك من قبل الجهات الرقابية؛
 (ي) إعلان نشرة الإصدار.

وأهم ما يجب مراعاته في هذه المرحلة، خاصة بعدما أصبح هناك وضوح وتمييز بين الإطار النظري والممارسة الفعلية لسوق الصكوك من قبل المتمرسين والمستثمرين، تحديد ومعرفة نوع هيكل الصكوك من حيث ارتباطها بأصول حقيقية أم لا من جهة، ومن الجهة الأخرى حقيقة انفصال هذه الأصول عن المنشئ، أي هل تم فصل الملكية القانونية -وليس ملكية المنفعة كما هو معتاد- من المالك الأصلي (المنشئ) وتحويلها إلى حملة الصكوك، إضافة لذلك هل روعي عدم وجود ضمان من المصدر الأصلي إلى حملة الصكوك؛

من ذلك يتضح هل الصكوك المصدرة هي صكوك مدعومة بأصول (مثلة فعلاً لأصول)، يتحقق فيها فصل الأصول الأساسية التي يملكها حملة الصكوك عن المنشئ للإصدار، فهم بذلك يتحملون أي نقص في قيم هذه الأصول، وعامل المخاطرة التي يواجه حملة الصكوك هو الذي يحدد العوائد المتوقعة لهم؛ أما هي صكوكاً مصدرة قائمة على الأصول، لا يتم فيها نقل ملكية الأصول إلى حملة الصكوك، ولا يتضمن بالتالي بيعاً حقيقياً وترجع دائماً إلى المنشئ، مما يعني أن حملة الصكوك يواجهون مخاطر المنشئ¹.

2- المرحلة الثانية (الإصدار وإدارة محفظة الصكوك): بعد القيام بعملية إصدار الصكوك وهي آخر خطوة في المرحلة السابقة؛ تليها بعد ذلك أول خطوة في هذه المرحلة وهو اكتتاب المستثمرين في الصكوك، وأن بقي جزء غير مغطى، يقوم متعهد التغطية بالاكتتاب فيما تبقى، ويتم بعد ذلك دفع حصيلة الاكتتاب لوكيل السداد، وتحويلها إلى المنشئ عن طريق أمين الإصدار²، حيث يتولى المصدر بإدارة محفظة الصكوك نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العوائد والمدخيل الدورية عن الأصول التي تمثلها الصكوك وتوزيعها على المستثمرين، كما يتولى المصدر القيام بجميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة³، علماً أن العلاقة بين حملة الصكوك دائماً هي الشركة أو المشاركة كالعلاقة بين حملة الأسهم في شركات المساهمة، فهم شركاء في الغنم والغرم، بقدر حصصهم، أما العلاقة التعاقدية بين حملة الصكوك الممثلين بالهيئة المستقلة في مواجهة المنشئ، تتحدد بنوع الصيغة (العقد) التي يبنى عليها الصك، ويتحدد على أساسها أيضاً طبيعة العائد، فإن كانت العلاقة بيعاً أو إجارة فتشترى بحصيلة الصكوك أعياناً قابلة للبيع أو الإجارة المنتهية بالتملك، وإن كانت مضاربة يتم استثمار حصيلة الصكوك -عادة- في مجال نشاط المنشئ الذي حددها في نشرة الإصدار، وعليه يكون حملة الصكوك طرفاً بائعاً بالأجل، أو مؤجراً، أو رب مال، ويكون المنشئ مشترياً، أو مستأجراً، أو مضارباً.

وبعد استثمار حصيلة الاكتتاب فيما أنشئت من أجله، تصبح الصكوك قابلة للتداول طبقاً لآليات التداول المعتادة للأسهم، حيث أن أغلب الصكوك المصدرة يمكن إدراجها في سوق الأوراق المالية، غير أنه هناك قيود شرعية على التداول تحد

¹ محمد جاسر، تجارب إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص44. بتصرف.

² رضا سعد الله، المرجع السابق. بتصرف.

³ محمد جاسر، المرجع السابق، ص44.

من إدراج بعض الصكوك بغرض التداول-تمت الإشارة له سابقاً- فالصكوك القائمة على صيغ البيوع (المداينات) تمثل في الجملة ديوناً وهذا ينطبق على صكوك المراجعة أو صكوك السلم أو صكوك الاستصناع، ومن ثم لا يجوز تداولها إلا بضوابط بيع الدين، وصكوك الإجارة تمثل أعياناً مؤجرة، ويجوز تداولها بسعر السوق، وأما صكوك المضاربة فتتمثل خليط من الأعيان والديون والنقود، ويجوز تداولها بسعر السوق بشرط أن تبلغ الأعيان 33% فأكثر من إجمالي الخلطة¹.

3-المرحلة الثالثة (إطفاء الصكوك -Repayment-): أغلب أنواع الصكوك لها عمر تنتهي عنده صفتها الاستثمارية - باستثناء الصكوك الدائمة (صكوك بازل)-، قد يسترجع خلالها القيمة الاسمية للصكوك بالإضافة للعوائد التي يتم تحصيلها خلال فترة عمر الصكوك، ويتم إطفائها بانتهاء أجل البيع، أو الإجارة، أو الوقت المحدد لتصفية المضاربة المؤقتة، وفي هذا الإطار تعد صكوك البيوع أكثر أنواع الصكوك لاسترداد قيمتها الاسمية، لأنها مجرد دين في ذمة المصدر، أما صكوك الإجارة إذا تلفت الأعيان المؤجرة خسرت الصكوك قيمتها، فإن سلمت أمكن استرداد قيمتها الاسمية عند الإطفاء بشراء المنشئ للأعيان المثلة بالصكوك، أما صكوك المضاربة فيخضع استرجاع قيمتها الاسمية للقيمة السوقية لأصول المضاربة عند التصفية، فقد تكون أكثر أو أقل أو تساوي القيمة الاسمية التي تم تجميعها عند الاكتتاب².

ويتم إطفاء الصكوك بإحدى الطرق التالية³:

أ. تصفية موجودات الصكوك وتنضيضها حقيقة (بيعه إلى طرف ثالث خارجي وتحويله إلى نقد وسيولة)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه من الأموال المتوافرة إن ربحاً فربح، وإن خسارة فخسارة على الجميع بقدر حصتهم.

ب. التنضيض الحكمي (حكماً بالتقويم)، أي تقويم موجودات الصكوك تقوياً عادلاً من قبل الخبراء، وأبولتها للمصدر بالبيع إن رغب في ذلك، وعندها يوزع الناتج أو الثمن على حملة الصكوك باعتبارهم ملاك هذه الموجودات العينية، ولكل واحد حسب حصته.

ج. تمليك تلك الموجودات العينية بالهبة أو بتمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية (صافي القيمة الدفترية لموجودات الصكوك) في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك.

أما من حيث طريقة الإطفاء، قد تكون تدريجية، حيث يتم دفع قيمة الموجودات العينية خلال مدة الإصدار على هيئة أقساط، وإما أن يكون الإطفاء دفعة واحدة في نهاية مدة الإصدار. وفي جميع الأحوال فإن الإطفاء هو تصفية لأمالك حملة الصكوك بطريقة اتفقوا عليها ابتداءً ولا مانع منها شرعاً إذا روعيت الضوابط الشرعية للصكوك، وأهمها عدم تعهد الجهة المصدرة بشراء الصكوك بقيمتها الاسمية في نهاية الإصدار. كما أنه يمكن تحويل الصكوك* إلى سهم، فالصكوك تصدر غالباً لمدة محددة في نشرة الإصدار، وبعدها يصار إلى إطفائها أو يمكن إعطاء حامل الصك الخيار في تحويله إلى سهم في الشركة يضاف إلى أسهمها السابقة، ويتحول الصكوك إلى أسهم يتحول مالك الصك من الممول للشركة من الخارج إلى مالك لحصة مشاعة في رأسمالها.

¹ عبد الباري مشعل، القضايا الرئيسية في هيكلية الصكوك، مقال متاح على الرابط: <http://assabeel.net/article/2015/6/10>، تاريخ التصفح: 2018/01/05.

² عبد الباري مشعل، المرجع السابق.

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 47.

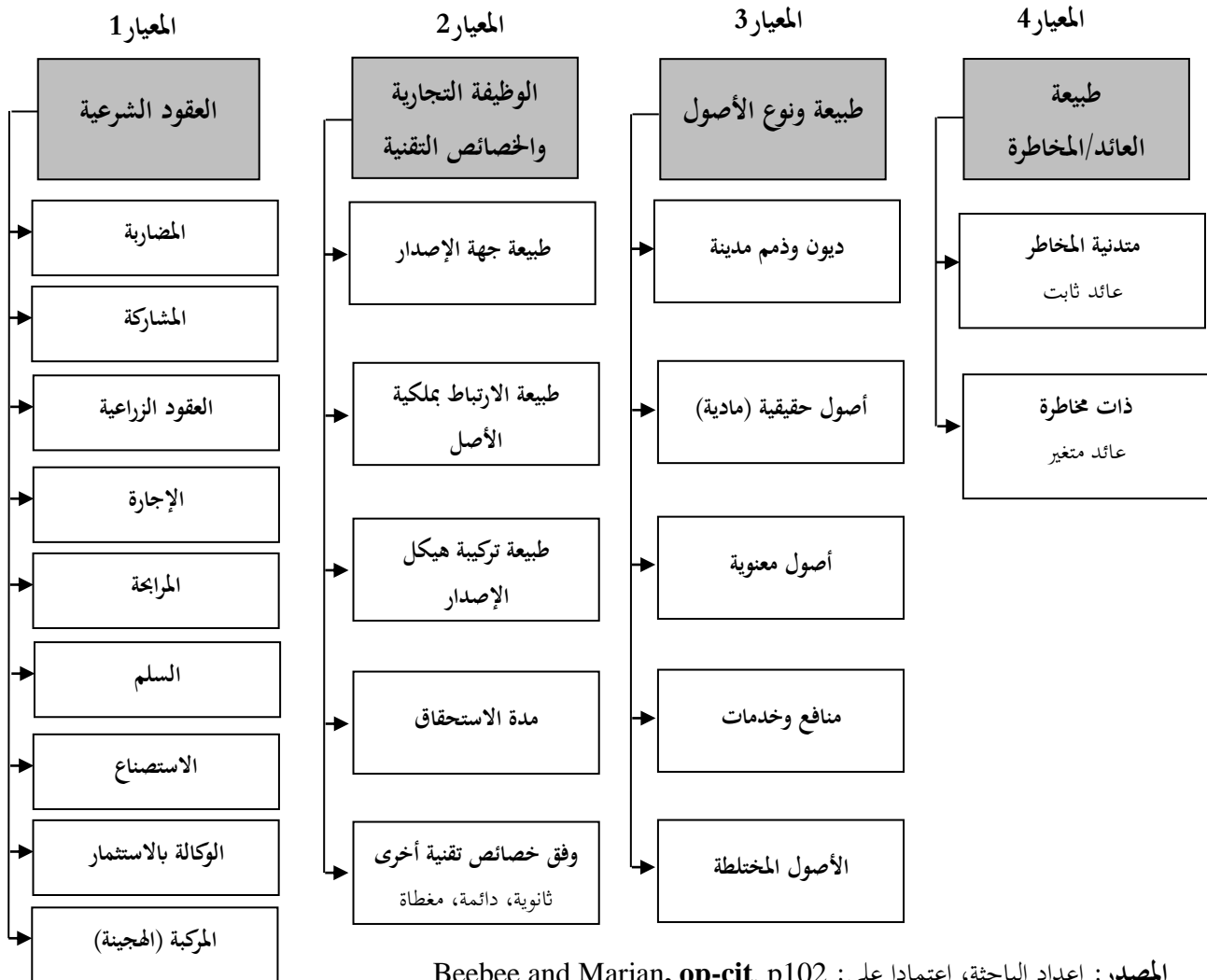
* للمزيد حول الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم، أنظر ص ص 63-64.

2- المبحث الثاني: هياكل الصكوك الإسلامية

رغم حداثة صناعة الصكوك نسبياً إلا أن هياكلها تنوعت وفقاً للغرض الذي من أجله استحدثت، حيث تصنف إلى أنواع عديدة باعتبارات مختلفة، وبحسب الزاوية التي ينظر منها كل متخصص أو باحث، كما نجد أن كل نوع من أنواع هياكل الصكوك قد يتفرع إلى أنواع ومستويات أخرى عديدة، لذلك فإنه يصعب جداً حصر أنواع الصكوك في عدد معين. ومن معايير تصنيف الصكوك، المعيار الذي يقوم على العقود الشرعية المؤطرة لهيكل الصكوك، وكذا المعيار الذي يصنف الصكوك بحسب وظيفتها التجارية وخصائصها التقنية، بالإضافة إلى المعيار الذي يختص بطبيعة ونوع الأصول التي تمثلها الصكوك، كما نضيف المعيار الذي يصنف الصكوك بحسب طبيعة العائد ودرجة اليقين في الحصول عليه، وهي الاعتبارات التي سنعتمد عليها في تصنيفنا لهياكل الصكوك.

وبناء على ذلك جاء هذا المبحث ليناقد هذه المعايير الأربعة الملخصة في الشكل رقم (3-1) أدناه ضمن أربعة محاور، يختص كل محور بمعيار.

الشكل رقم (3-1): المعايير المعتمدة لتصنيف هياكل الصكوك



المصدر: إعداد الباحثة، اعتماداً على: Beebe and Marjan, op-cit, p102

2-1- تصنيف الصكوك حسب العقود الشرعية

يعد معيار العقود الشرعية من أكثر معايير تصنيف الصكوك شيوعاً في الواقع العلمي والأكاديمي، ونرى أن هياكل الصكوك الناتجة عنه تعد أساس التصنيفات الأخرى التي تعمل على إعادة تصنيفها وفق اعتبارات أخرى، وقد ذكرت بناءً عليه هيئة أيوفي (AAOIFI) في معيارها رقم 17 (صكوك الاستثمار)¹ أربعة عشر نوعاً رئيسياً من الصكوك، يمكن تلخيصها في عشرة أنواع رئيسية، كما هي موضحة في الجدول رقم (2-1) أدناه.

الجدول رقم (2-1): تصنيف الصكوك حسب العقود الشرعية

نوع الصك حسب العقد القائم عليه	التعريف
صكوك المضاربة	هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
صكوك المشاركة	هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المشاركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
صكوك الإجارة	هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد الإجارة، تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات مؤجرة أو موعود بتأجيرها، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها.
صكوك السلم	هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.
صكوك المراجعة	هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.
صكوك الاستصناع	هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.
صكوك المزارعة	هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.
صكوك المساقاة	هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.
صكوك المغارسة	هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.
صكوك الوكالة	هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

المصدر: من إعداد الباحثة، اعتماداً على: أيوفي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 467-471.

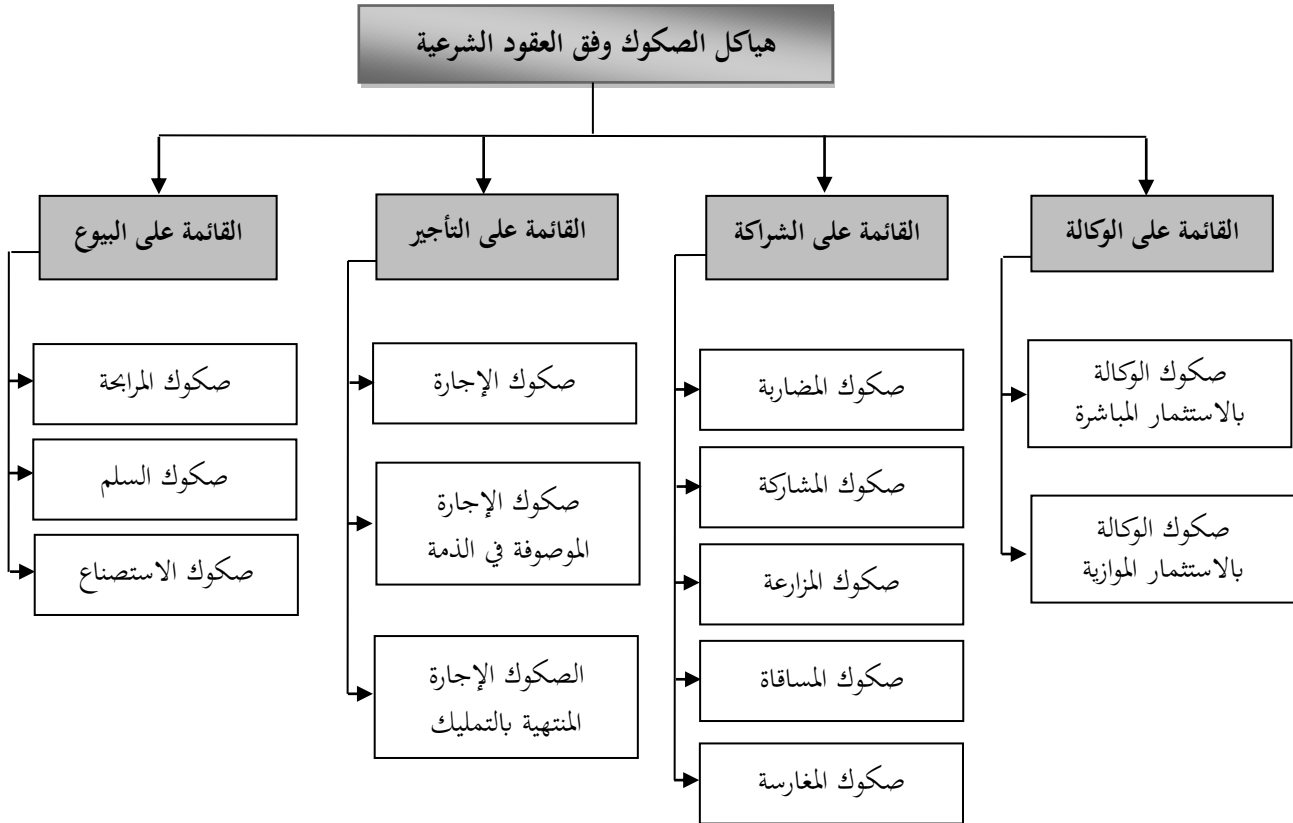
¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: أيوفي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 467.

تبعاً للجدول رقم (1-2) الموضح أعلاه، تتعدد أنواع الصكوك بتعدد صيغ التمويل الإسلامية المستندة إلى العقود الشرعية المؤطرة للمعاملات المالية*، حيث أن العقد الذي يصنف الصك على أساسه (ويسمى به غالباً) هو العقد الذي ينشأ عنه عائد الصك بالنسبة للمستثمر (حامل الصك).

فمن وجهة نظر الشريعة، يجوز استخدام العقود الشرعية في هيكله الصكوك، دون تفضيل عقد على آخر. لذلك يعتمد اختيار نوع العقد الشرعي من قبل المصدر على عوامل أخرى إلى جانب المتطلبات الشرعية، من بين هذه العوامل: الأهداف الاقتصادية للمصدر، وتوافر الأصول، ومستوى الدين لدى الشركة المصدرة، والتصنيف الائتماني للمصدر، والإطار القانوني للسلطة القضائية والآثار الضريبية للهيكل المعتمد للصكوك¹.

كما يمكن إعادة تصنيف أنواع الصكوك حسب هذا المعيار (العقود الشرعية) -المذكورة في الجدول رقم (1-2) أعلاه-، في أربعة فئات رئيسية وهي الصكوك القائمة على الشراكة؛ الصكوك القائمة على البيوع؛ الصكوك القائمة على التأجير، وكذا المبنية على الوكالة. كما هي موضحة في الشكل رقم (1-4) أدناه.

الشكل رقم (1-4): فئات الصكوك حسب العقود الشرعية الأساسية



Source: Securities Commission Malaysia, **Introduction to Islamic Capital Market**, Kuala Lumpur, LexisNexis Malaysia Sdn Bhd, 2009, p48.

* يجدر التذكير بأن هذه العقود الشرعية ليست خاصة بهيكله الصكوك، بل استخدمت قبل ذلك ضمن أشكال التمويل في المصرفية الإسلامية، ويمكن استخدامها في إدارة الأصول والسوق النقدية وعقود التأمين التكافلي، وغيرها، كما يستخدم عقد شرعي واحد في منتجات مالية مختلفة.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 451.

على الرغم من أن هذا التصنيف يبدو شاملاً لتغطيته معظم أنواع الصكوك المتاحة في سوق رأس المال الإسلامي حتى الآن، فإنه لا ينبغي اعتباره شاملاً لأن الابتكار في هيكلية الصكوك مسموح به ما لم يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، فالحكم الأصلي في العقود والمعاملات المالية الإباحة، ولا يحرم منها إلا ما ورد نصاً بتحريمه¹.

2-1-1-1- الصكوك القائمة على الشراكة: تتفق الصكوك القائمة على الشراكة في الجوهر وتختلف في بعض التفاصيل المتعلقة

إما بموضوع الشراكة، شراكة في الربح والخسارة أو شراكة في الناتج أو الإيراد، وإما بعلاقة المكتتبين في الصكوك مع المصدر². عند استخدام العقود المبنية على الشراكة من (مشاركة، ومضاربة ومزارعة ومساقاة ومغارسة) لهيكلية الصكوك، سيكون هناك تحدي أساسي يتمثل في التوافق مع كل من متطلبات الشريعة وطبيعة الدخل الثابت لأدوات الدين، باعتبار الصكوك البديل الشرعي للسندات التقليدية والأداة الأكثر استخداماً في سوق التمويل الإسلامي من جهة، ومن جهة أخرى تمثل الصكوك القائمة على الشراكة حقوق ملكية مثل الأسهم ولا تمثل التزامات مالية (ديون). ورغم أن أحكام الشريعة لا تجيز ضمان رأس المال والعائد في هذه الأدوات³، ومع ذلك فقد تم الاعتماد على خاصية التوزيع الدوري للأرباح المرتبطة بالعائد الفعلي الناتج عن النشاط الاستثماري للصكوك القائمة على الشراكة⁴، مما قد يمكن من إيجاد عائد قريب (مماثل) لعائد الدين الثابت مادام المشروع أو النشاط المحدد للصك يولد تدفقاً نقدياً سواء كان ثابتاً أو متغيراً⁵، ونحاول من خلال ما سيأتي التعرف وبشكل مختصر على هيكلية الصكوك المنضوية تحت عقد الشراكة.

أولاً- الصكوك المبنية على صيغة المضاربة*: المضاربة هي عقد يتم بين طرفين للدخول في مشروع تجاري يقدم فيه رب المال أو المستثمر رأس المال للمضارب الذي يتولى إدارة المشروع، وإذا نجح المشروع وولد أرباحاً يتم حينئذ تقاسمها على أساس النسب المتفق عليها مسبقاً، وفي حال وقوع خسائر فيتحمّلها بالكامل رب المال⁶، ويوضح الشكل رقم (1-5) أدناه بشكل مبسط هيكل صكوك المضاربة.

حيث يقوم المصدر (باعتباره المضارب أو مدير المشروع) في البداية بدعوة المستثمرين للمشاركة في عقد المضاربة، في حين يعد المستثمر (حامل الصك) رب المال، ويصدر المصدر صكوك المضاربة لتوثيق نسب مشاركة المستثمرين وحقوق كل واحد منهم في نتائج المشروع الاستثماري، كما يتولى بصفته مضارباً (المصدر) باستثمار رأس المال في المشروع الذي تم الاتفاق عليه. وعادة ما يتم تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من مشروع المضاربة، والتي تسمح للمصدر من إحاطة المستثمرين بمعدل الربح المتوقع عند الطرح الأولي لصكوك المضاربة، وهذا المعدل يحسب على أساس نسبة تقاسم الأرباح المتفق عليها مسبقاً والعوائد المتوقعة للمشروع.

¹ Beebe and Marjan, Op-Cit, p 106.

² رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 10.

³ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 480. بتصرف.

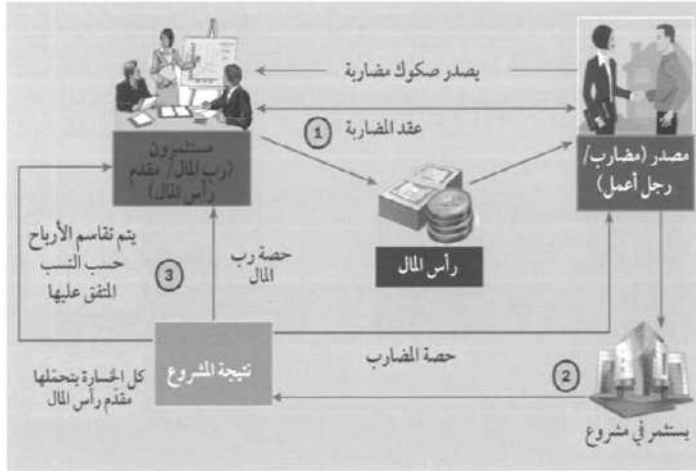
⁴ خالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص 47. بتصرف.

⁵ إسرا (ISRA)، المرجع السابق، ص 481.

* **المضاربة**: وتسمى بالقراض عند أهل الحجاز ومضاربة في لغة أهل العراق، وهي نوع من أنواع الشركات. وتعد صكوك المضاربة الصورة الأولى لفكرة الصكوك الإسلامية باعتبارها بديل شرعي مناسب للسندات التقليدية تحت مسمى سندات المقارضة من قبل أول من قدم الفكرة د. سامي حسن حمود في سبتمبر 1977م، عند تقديمه لسندات المقارضة أفكاراً عامة لدى تقديم المشروع للبنك الإسلامي الأردني، للمزيد من التفاصيل أنظر: سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، ط2، بحث رقم 38، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 1419هـ/1998م..

⁶ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 481.

الشكل رقم (1-5): هيكل صكوك المضاربة



المصدر: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 481.

وعندما يبدأ المشروع في توليد الأرباح، يقوم المصدر بتطبيق نسبة تقاسم الأرباح المتفق عليها، ودفع حصص الأرباح للمستثمرين بصفة دورية، والتي تتفق في العادة مع معدل الأرباح المتوقعة والمعلن عنه عند طرح الأولي وفي نفس الوقت متوافقة مع الأرباح الفعلية المتولدة عن المشروع الممثل بالصكوك. أما إذا تعرض المشروع لخسارة، فيتحملها المستثمرون فقط، إلا عندما يكون سبب الخسارة إهمال أو تعدي المضارب¹.

ومن الممارسات الفعلية لهذه الصكوك هو ما أصدره بنك أبو ظبي الإسلامي في عام 2007م، حيث يشارك أصحاب هذه الصكوك بأموالهم في جميع أنشطة البنك، فيكون حقهم بالأرباح مماثلاً لحق حملة الأسهم، خلال مدة صكوك المضاربة المحددة بعدد سنوات فقط (تاريخ تصفية الصكوك)، ويشارك أيضاً أصحابها بالخسائر بنسبة رأس مالهم المكتتب فيه، على أن الفرق بين هذه الصكوك والأسهم هو أن ارتباط الأسهم بالبنك ارتباط دائم في حين أن استثمار أصحاب الصكوك إنما هو استثمار مؤقت محدد بفترة من الزمن. وتعتبر حصيلة إصدار هذه الصكوك بمثابة الشريحة الثانية (Tier Two)* الداعمة لرأس مال البنك².

ثانياً- الصكوك المبنية على صيغة المشاركة:** يعرف عقد المشاركة بأنه "اتفاق اثنين أو أكثر على خلط مالهيهما أو عمليهما أو التزاميهما في الذمة، بقصد الاسترباح"³. ويعد مفهوم صكوك المشاركة مماثل لمفهوم صكوك المضاربة - كما تمت الإشارة له في الجدول رقم (1-2) أعلاه-، أي أن كلاهما يقوم على الشراكة، فهما لا يمثلان ديوناً مستحقة بل حقوقاً في ملكية مشاريع استثمارية أو أصول محددة. أما بالنسبة لصكوك المشاركة يمكن للمنشئ (المصدر) أن يكون شريكاً مع حملة الصكوك في المشروع الذي سيتم إنشاؤه من خلال المساهمة في رأس المال بنقد أو عين، ويتم توزيع الأرباح الناتجة عن النشاط أو المشروع الممثل بالصكوك في حال تحققها على أساس نسبة تقاسم الأرباح التي تم الاتفاق عليها مسبقاً بين الأطراف في نشرة الإصدار،

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 481-482.

* سنحاول التوضيح أكثر عند معالجة الصكوك الداعمة لرأس المال عند التطرق للصكوك بازل، أنظر ص 66-69.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 371-372.

** هناك ما يسمى بصكوك المشاركة بصكوك المشاركة بالربح والخسارة، تميزها لها عن الصكوك الزراعية المختلفة من مزارعة، ومساقاة ومغارة والتي تسمى بصكوك المشاركة في الإيراد الإجمالي.

³ أبوي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 325.

ويتحملون الخسارة في حال وقوعها لكل طرف، حسب نسبة مشاركتهم في رأس المال¹. إن إمكانية مشاركة حملة صكوك المشاركة في الإدارة- وهي نقطة أخرى تختلف فيها صكوك المشاركة عن المضاربة*- أمر قد لا ترغب فيه كثير من المؤسسات طالبة التمويل، لذلك تعد من أنواع الصكوك الأقل رواجاً بين المصدرين وعليه قليلة هي الإصدارات في سوق رأس المال الإسلامي²، ويعبر الشكل (1-6) أدناه بصورة مبسطة عن هيكل صكوك المشاركة.

من الشكل أدناه يتضح أن المصدر والمستثمر يساهمان في رأس مال مشروع صكوك المشاركة، وعادة ما يدار المشروع من قبل المصدر أو طرف ثالث. كما يمكن هيكله صفقة صكوك المشاركة على أساس تقديم المستثمرين رأس مال مشروع المشاركة وتوكيل المصدر في إدارة المشروع³، ويسمى هيكل الصكوك هنا بصكوك الوكالة بالاستثمار**.

الشكل رقم (1-6): هيكل صكوك المشاركة



المصدر: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 485.

ثالثاً- الصكوك المبنية على الصيغ الزراعية: تصدر هذه الصكوك على أساس العقود الزراعية من (مزارعة، مساقاة ومغارسنة)***، ويمثل الصك أصولاً ثابتة (أرض للاستصلاح، و/أو أشجار مثمرة، و/أو موجودات زراعية للري... إلخ)، تديرها الجهة المصدرة للصكوك أو من ينوبها لتتولى مسؤولية القيام بالعمليات المتعلقة بالاستغلال والاصطلاح الزراعي من زرع أو غرس أو سقي ورعاية البساتين وذلك حسب نوع الصك الزراعي المصدر، على أن يتم توزيع العوائد الإجمالية المتمثلة في (غلة-الأرض أو الشجر- أو ثمن بيعها) بدلا من الأرباح الصافية بين المصدر وحملة الصكوك، حسب ما هو متفق عليه في نشرة الإصدار، لذلك يطلق عليها بصكوك المشاركة في الإيراد الإجمالي أو المشاركة في الإنتاج، حيث يشارك حملة الصكوك بحصة من المحصول الزراعي في حالة

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 484.

* تختلف صيغة المشاركة عن المضاربة رغم اتحاد جنس المشاركات بوجه عام، فالمشاركة تبقى اليد في التصرف في مال الشركة لكل الشركاء، بينما ترفع المضاربة يد رب المال عن التصرف في رأس المال المضاربة وتضع عبء العمل كله في يد العامل (المضارب)، ليكون صاحب حق في الربح بفضل ما يقدمه من جهد: سامي حسن أحمد حمود، التنمية عن طريق الأدوات التمويلية الإسلامية، ورقة بحثية منشورة ضمن أعمال: "الندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي"، نقلا عن: أمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، ط1، مطبعة تونس قرطاج-الشرقية 1-، تونس، 2017، ص 123.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 372.

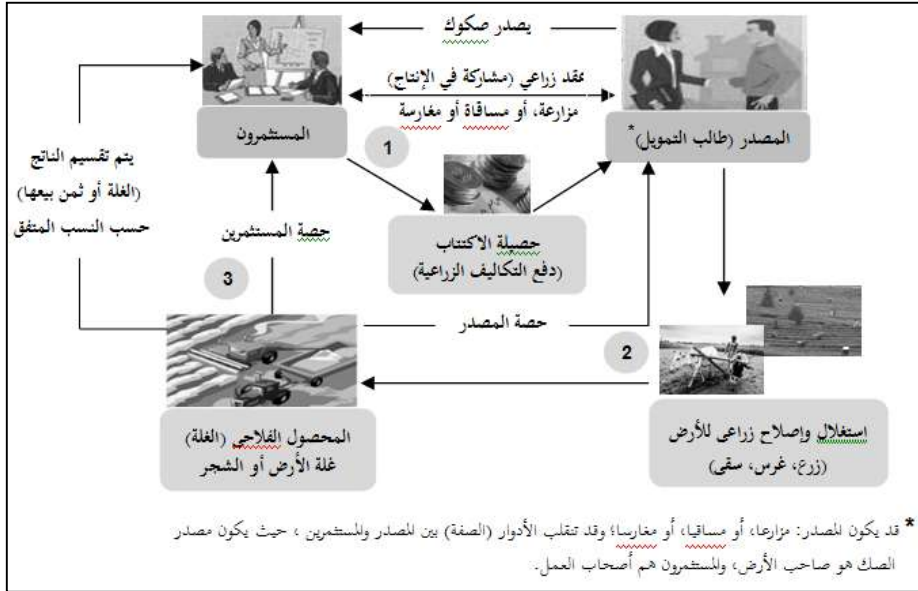
³ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 484.

** وهذا يوافق من يعتبر أن صكوك الوكالة تصنف ضمن صكوك المشاركات، ونرى أن هذا التصنيف صحيح إذا كان ينظر لصكوك الوكالة من وجهة نظر المستثمرين.

*** **المزارعة:** هي عبارة عن دفع أرض وحب لمن يزرعه ويقوم عليه أو مزروع لمن يعمل عليه، ويلزم العامل ما فيه صلاح الثمرة والزرع وزيادتها من السقي والاستسقاء والحرق والآلة... إلخ؛ و**المساقاة:** هي دفع الشجر إلى من يصلحه بتنظيف السواقي والسقي والحراثة وغيرها، بجزء شائع من ثمره، أي ما يتولد منه، رطبة كانت أو غيرها؛ أما **المغارسنة:** هي عقد على غرس شجر في أرض بعوض معلوم، وتسمى أيضاً المناصبة.

صكوك المزارعة، أو يشاركون بحصة من الثمر في حالة صكوك المساقاة، أما إذا صدرت الصكوك على أساس عقد المغارسة، فيشارك حملة الصكوك بحصة من الأرض والشجر والثمر كل ذلك معا¹. ويلخص الشكل رقم (1-7) أدناه بشكل مبسط هيكلية الصكوك الزراعية.

الشكل رقم (1-7): هيكلية الصكوك الزراعية



المصدر: إعداد الباحثة

2-1-2- الصكوك القائمة على التأجير: الإجارة هي عقد على منفعة مباحة معلومة، تؤخذ شيئا فشيئا مدة معلومة من عين معلومة أو موصوفة في الذمة، أو عمل معلوم بعوض معلوم². الغرض من صكوك الإجارة تحويل أعيان مؤجرة (أصول ثابتة) أو منافع موصوفة أو خدمات محددة التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك)، يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل (التداول) في الأسواق المالية³، وعليه فهي تعطي لحاملها الحق في حصة من الأجرة في حالة الأصول الثابتة المؤجرة، أو الحق في ملكية منافع موصوفة أو خدمات محددة تستوفي في المستقبل⁴، وهنا نميز بين ثلاثة أنواع من صكوك الإجارة:

أولاً- صكوك ملكية الأصول الثابتة المؤجرة: هي أوراق مالية تمثل أصولا ثابتة مؤجرة، موجودة عند الإصدار أو سيتم إنشاؤها أو شراؤها بموجب وكالة تتضمنها نشرة الإصدار أيضا. مما يخول حملتها حقوق هذه الورقة، ويترتب عليهم مسؤولياتهم. نميز من خلال ذلك أن هناك نوعين فرعيين لصكوك الأصول الثابتة المؤجرة هما: صكوك الموجودات الثابتة المؤجرة القائمة بتاريخ الإصدار، وصكوك الموجودات الثابتة التي سيتم إنشاؤها أو شراؤها باستعمال حصيلة إصدار الصكوك. وكلا النوعين لهذه الصكوك يستحق الأجرة الدورية التي تقابل منفعة الأصول الثابتة المؤجرة⁵، وبين الشكل (1-8) أدناه هيكلية صكوك ملكية الأصول المؤجرة.

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص373. وأمال عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مرجع سابق، ص120-138. وسوق دبي المالي، المعيار **02: الإصدار وتملك وتداول الصكوك**، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، ص6، متاح على الرابط: <http://www.dfm.ae/docs/default-source/Sharia.pdf>، تاريخ التحميل: 2018/03/02.

² أمال عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، مرجع سابق، ص140.

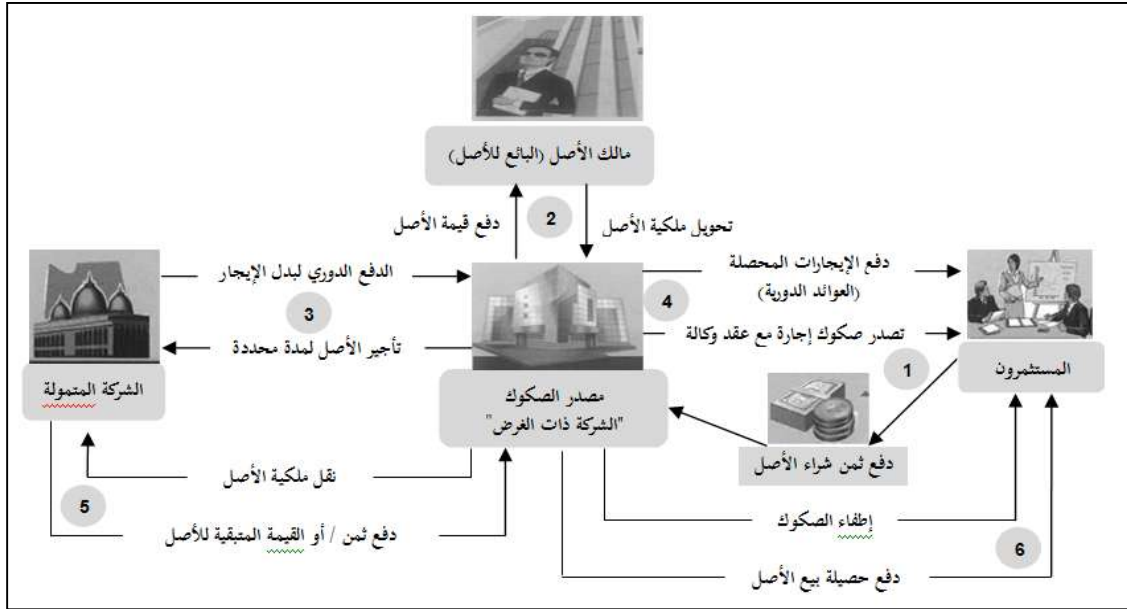
³ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص352.

⁴ منذر قحف، المرجع السابق، ص375.

⁵ المرجع السابق

المصدر لتلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو موعود باستئجارها والمكتتبون فيها مشتركون لها وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء الأصول، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوع بغنمها وغممها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم¹.

الشكل رقم (1-8): هيكل صكوك ملكية الأصول المؤجرة (إجارة منتهية بالتملك)



المصدر: من إعداد الباحثة

وعليه نلاحظ أن الغرض من إصدار هذه الصكوك، هو استخدام حصيلة إصدارها في شراء أصول لتأجيرها، وبالتالي فحقيقة هذا الصك هو صك ملكية في موجودات لحملة الصكوك، ونظرا لأن عوائدها تنشأ عن عقد إجارة، لذلك صنفت ضمن أنواع صكوك الإجارة.

ثانيا- صكوك ملكية المنافع*: تعرف على أنها أوراق مالية تصدر على أساس عقد إجارة منافع الأعيان، تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع موجودات معينة أو موصوفة في ذمة الجهة المصدرة لها، مما يخول ملاكها حقوق هذه الصكوك، ويترتب عليهم مسؤولياتهم²، وتنفرج إلى نوعين رئيسيين هما: صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، وصكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة.

1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي أوراق مالية يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها أو موعود

بتأجيرها، أو يصدرها مالك منفعة عين موجودة مستأجرة بغرض إعادة إيجارها (إجارة من الباطن) بإذن المالك، خلال فترة الإيجار، باستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها. بذلك تصبح منفعة العين مملوكة لحاملي الصكوك-دون العين- من خلال تأجير المنفعة لهم خلال فترة محددة هي مدة استحقاق الصك، فيحق لهم ريع الأصل³.

¹ أبوي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص472.

* ثمة فرق بين المنافع والخدمات، فالمنافع تتعلق بالأصول (الأعيان) كمنافع العقارات والطائرات، أما الخدمات فتتعلق بالإنسان كالتعليم والرعاية والصحة.

² حامد بن حسن بن محمد على ميرة، صكوك الإجارة "دراسة فقهية تأسيسية تطبيقية"، ط1، دار الميمان للنشر والتوزيع وبنك البلاد (نشر مشترك)، الرياض، السعودية 1429هـ/2008م، ص326.

³ حمز نور الدين، ورحموني فضيلة، الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة، ص6، ورقة بحثية متاحة على الرابط: <http://www.univ-soukahrass.dz/eprints/2015-9-8a763.doc>، تاريخ التحميل 2018/03/20.

من خلال ما سبق يمكن التمييز بين صورتين لهذا النوع من صكوك الإجارة بحسب صفة جهة الإصدار (مؤجر أو مستأجر).

2- صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة: أوراق مالية يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان (موجودات) موصوفة في الذمة، أي غير موجودة بتاريخ الإصدار لكنها معينة بالوصف الدقيق المناهية للجهالة. فتمثل الصكوك هنا منافع تستوفي في المستقبل لأصول ثابتة سيتم بناؤها أو شراؤها من قبل المصدر من خلال حصيلة الاكتتاب¹.

فالمصدر هو مؤجر-بائع منفعة- عين موصوفة في الذمة، والمكتتبون في الصكوك هم مستأجرون لمنافع هذه العين الموصوفة في الذمة، وحصيلة الاكتتاب هي الأجرة. وعليه فإن حملة الصكوك يملكون منافع هذه العين (الأعيان) الموصوفة في الذمة على الشئوع، لهم غنمها وعليهم غرمها².

الذي يميز هذا النوع من الصكوك عن صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أن العين موصوفة فقط بمواصفات تنفي الجهالة، أي غير موجود وقت الإصدار كما هو الحال بالنسبة لصكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة.

ثالثاً-صكوك ملكية الخدمات: أو اختصاراً صكوك الخدمات، تعرف بشكل عام على أنها أوراق مالية مبنية على عقد إجارة عمل، تمثل حصصاً شائعة في ملكية خدمة-عمل- من جهة معينة أو موصوفة في الذمة³، وهنا نميز كذلك بين صورتين من صكوك ملكية الخدمات وهي:

1- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: كأن تقوم جهة معينة بتمثيل خدماتها على شكل أوراق مالية (صكوك)، يتم إصدارها بغرض تقديم خدمة (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة أو النقل الجوي أو القطاع الصحي)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك الذين يمولون البرامج التعليمية أو الصحية أو غيرها ومتطلباتها حتى تكون جاهزة لطالبيها، وتكون حصيلة بيع تلك البرامج للمستفيدين منها (طلبة في الجامعة، مرضى في المشفى.. الخ) هو العائد لحملة الصكوك.

وعليه فالمصدر لهذه الصكوك هو بائع الخدمة وهو الأجير المشترك عادة؛ المكتتبون هم ملاكاً أو المستأجرون (المشتركون للصكوك) لهذه الخدمة من بائعها أو مؤجرها (المصدر) بقصد إعادة بيعها أو تأجيرها للمستفيد الأخير من الخدمة والحصول على عائد -هو الفرق بين ثمن شراء الخدمة من مقدمها و ثمن بيعها للمستفيد منها-، حيث يتم ذكر كل هذه التفاصيل وبصورة مفصلة في نشرة الإصدار؛ أما حصيلة الاكتتاب هي ثمن الخدمة (تمثل الأجرة)؛ وقيمة الصك هي ما تمثله من خدمة⁴.

2-صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: وهي أوراق مالية يتم إصدارها بغرض تقديم خدمة من طرف موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك⁵. فالمصدر لتلك الصكوك هو بائع الخدمة والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الخدمة⁶. حيث أنه لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في

¹ منذر حفح، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص375. ومحرر نور الدين، ورحموني فضيلة، الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة، مرجع سابق، ص6.

² حامد ميرة، صكوك الإجارة، مرجع سابق، ص331.

³ المرجع السابق، ص335.

⁴ المرجع السابق، ص338. بتصرف

⁵ أبوي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص469.

⁶ المرجع السابق، ص473.

الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك¹.

2-1-3- الصكوك القائمة على البيوع*: يندرج تحت هذا المعيار ثلاثة أنواع أساسية من العقود تستخدم بشكل متكرر في سوق الصكوك المحلية والعالمية، وهي المراجعة - مع اعتبار صكوك البيع بثمن آجل** كنوع أو حالة خاصة منها-، والسلم والاستصناع. ومن خلال الآتي سنتعرف وبشكل مختصر عن هيكلية هذه الأنواع.

أولاً- صكوك المراجعة***: عقد المراجعة هو بيع سلعة بثمن شرائها مضافاً إليها هامش الربح (زيادة ربح)، وهو أحد بيوع الأمانة التي يحدد فيها البائع الثمن بمثل رأس المال وزيادة (ويسمى بيع المراجعة) أو أقل (ويسمى بيع الوضعية).

أما صكوك المراجعة فهي أوراق مالية مبنية على أساس عقد المراجعة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة وبيعها مراجعة عادية أو مراجعة للآمر أو الواعد بشرائها²، بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك لحامله حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها أو للواعد بشرائها، ثم يمثل حصة في ثمنها، وهو دين في ذمة المشتري مراجعة بعد قبض المشتري للسلعة وحتى تاريخ السداد للثمن وتوزيعه على حملة الصكوك، وبهذا يتم تصفية وإطفاء صكوك المراجعة حيث يمثل عائد هذه الصكوك في الفرق بين ثمن شراء سلعة المراجعة و ثمن بيعها مراجعة عادية أو بيعها للواعد بشرائها في أغلب الأحيان³. والشكل رقم (1-9) أدناه يلخص هيكلية صكوك المراجعة للآمر بالشراء.

فالمصدر لتلك الصكوك هو البائع للبضاعة والمكتتبون فيها (حملة الصكوك) هم المشترون لبضاعة المراجعة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة على الشيوخ لهم غنم ملكها وعليهم غرمها⁴.

عادة ما يكمن الغرض من إصدار صكوك المراجعة في تمويل عقد بيع سلعة مراجعة (معدات وأجهزة مصانع وآلات مثلاً أو غيرها). حيث يقوم المصدر لهذه الصكوك أو المؤسسة المالية الوسيطة التي تنوب عنه باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لشراء سلعة مراجعة لا يرغب في تمويلها من موارده العادية ثم يبيعها في الأسواق، والعائد على الصكوك يمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة

¹ أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 481.

* وتسمى أيضاً صكوك المدائيات أو صكوك التمويل كما تم ذكرها في المعيار رقم (2) الصادر عن أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي المالي، مرجع سابق، ص 5.
** يمكن اعتبار صكوك البيع بثمن آجل حالة خاصة من صكوك المراجعة، إذ يكمن الاختلاف الأساسي بينهما في آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق، حيث يخص إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل الاستثمارات طويلة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من خمسة سنوات فما فوق؛ أما إصدار صكوك المراجعة يتعلق بالاستثمارات متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً (قصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريباً (متوسطة الأجل). اعتماد على: سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007/2006، ص 129.

*** إن أول من طرح فكرة صكوك المراجعة هو سامي حسن أحمد حمود وذلك في ندوة البركة الثانية التي عقدت في تونس عام 1984م، للمزيد من التفاصيل أنظر: سامي حسن أحمد حمود، تطبيقات بيوع المراجعة للآمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي مع اختيار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، المجلد الثاني، جدة، المملكة العربية السعودية، 1988م، ص 754، ص 965.

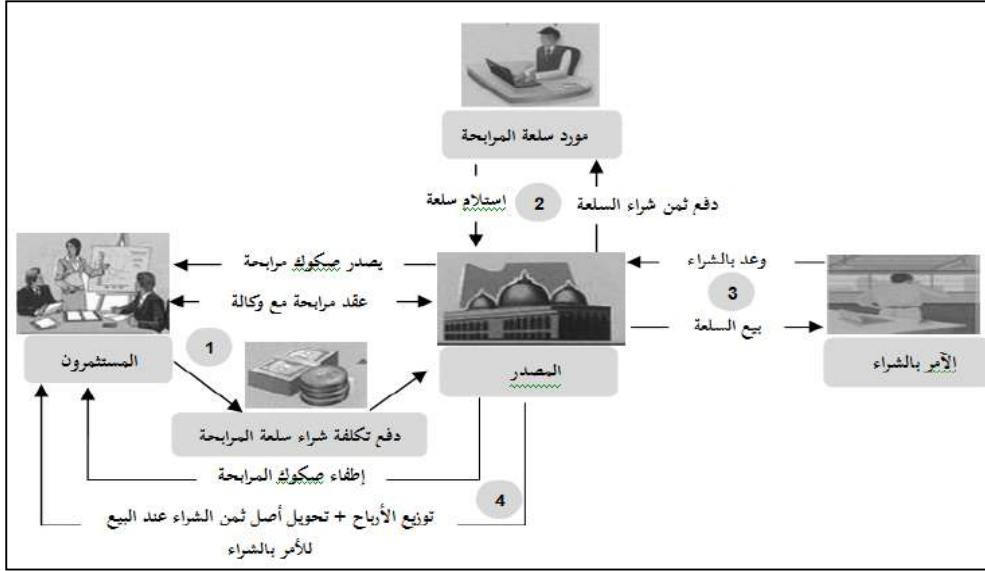
² الفرق بين المراجعة العادية والمراجعة للآمر بالشراء (يطلق عليها أيضاً المقترنة بوعد أو الواعد بالشراء)، أن المراجعة العادية تتكون من طرفين البائع والمشتري من غير وجود وعد سابق بشرائها، يتم عرضها بعد ذلك للبيع مراجعة وربح متفق عليه، أما المراجعة للآمر بالشراء فهو البيع الحاصل بناء على إبداء شخص رغبته بشراء سلعة بمواصفات معينة، مع وعد بالشراء وقبول بدفع ربح معين، ويتكون من ثلاثة أطراف: البائع والمشتري والبنك المستثمر أو التاجر الذي يكون وسيطاً بين البائع الأول والمشتري، ولكن لا يقدم البنك على شراء السلعة إلا بعد إعلان المشتري رغبته فيها، وإصدار وعد سابق بالشراء ويقال كذلك للعميل الراغب بالشراء، وأول من صرح بمشروعية المراجعة للآمر بالشراء هو الإمام الشافعي في كتابه الأم.

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 72.

⁴ أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 474.

وبيعها مرابحة إما في الأسواق أو للأمر بشرائها، فقد يربح حملة الصكوك إذا كان الفارق موجبا، ويخسرون في حال كون العائد ساليا¹.

الشكل رقم (1-9): هيكلية صكوك المرابحة للأمر بالشراء



المصدر: إعداد الباحثة

ثانيا- صكوك السلم: بيع السلم* عند الفقهاء هو بيع أجل بعاجل²، أو هو بيع شيء موصوف في الذمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، أو أنه عقد على موصوف في الذمة³.

تصدر صكوك السلم المبنية على عقد السلم لتكون حصيلتها هي رأس مال السلم، الذي يدفع ثمنها لسلعة يتم تسليمها في المستقبل من قبل البائع أو المنتج، وبذلك تصبح السلعة المشتراة مملوكة لحملة الصكوك في حدود حصصهم⁴، حيث يتم تصفية العملية التي تحددها نشرة الإصدار، إما عند تسليم وقبض السلعة، وإما خلال إعادة بيع سلعة السلم بعد قبضها، وإما عند بيع سلعة بذات المواصفات بسلم مواز**، تسلم بعد قبض سلعة السلم، وبهذا يتم إنهاء الصفة الاستثمارية لصكوك السلم وإطفائها⁵. ويلخص الشكل رقم (1-10) أدناه هيكلية صكوك السلم.

فالمصدر لتلك الصكوك هو البائع (أي المسلم إليه) لسلعة السلم (أي المسلم فيه) والمكتتبون هم المشترون للسلعة (أي رب مال السلم) وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (أي رأس مال السلم) ويكون المسلم فيه ملكا لحملة الصكوك الذين

¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص72.

* يقال له أيضا السلف، والسلم لغة أهل الحجاز، والسلف لغة أهل العراق.

² موساوي زهية، خالد خديجة، التمويل الإسلامي للمشاريع الاقتصادية "فرص وتحديات"، مقال في مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة، العدد الرابع، 2006، ص52.

³ فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، ط1، عالم الكتب الحديث، أربد، الأردن، 2006، ص331.

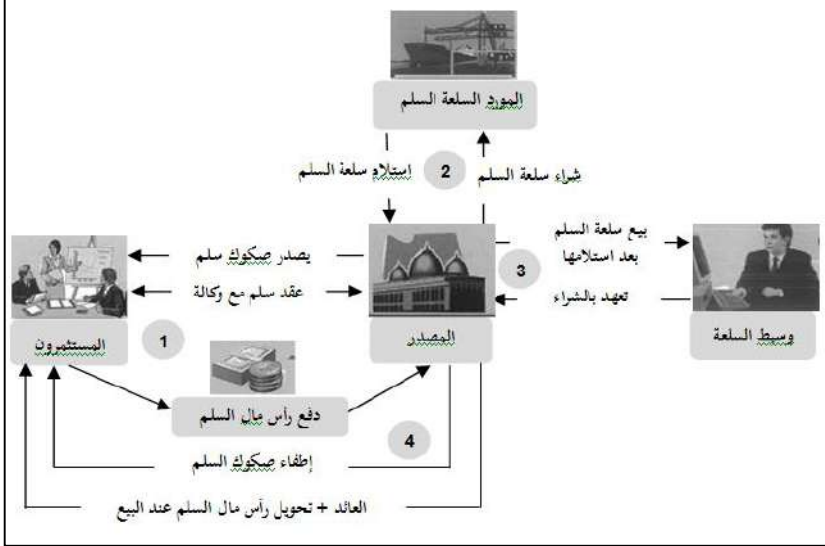
⁴ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ص375-376.

** السلم الموازي هو أن يعقد المسلم إليه مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاًها مطابقة للسلعة المتعاقد على تسليمها في السلم الأول ليتمكن من الوفاء بالتزامه فيه وفي هذه الحالة يكون البائع في السلم الأول مشترياً في السلم الثاني.

⁵ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص69.

يستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع المسلم فيه في السلم الموازي إن وجد¹، وعائد هذه الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء وبيع سلعة السلم.

الشكل رقم (1-10): هيكل صكوك السلم



المصدر: من إعداد الباحثة

ثالثاً- صكوك الاستصناع: صيغة الاستصناع هي عقد يشتري به شيء مما يصنع صنعاً، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعاً بمواد من عنده بأوصاف معينة وبثمن محدد يدفع حسب الاتفاق. وجاء في المعايير الشرعية الاستصناع عقد على بيع عين موصوفة في الذمة مطلوب صنعها². وهي الصيغة التمويلية الشرعية التي تقوم عليها صكوك الاستصناع، وتستعمل حصيلتها عن طريق الوكالة في بناء مشاريع أو إنشاءات، تكون ملكيتها أثناء مراحل التصنيع أو البناء وبعدها أيضاً لحملة الصكوك³. عادة ما يتم إصدارها من قبل المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه لاستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين، وذلك بقصد الاستفادة من الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثنم بيعها باعتباره ربحاً للمالكي الصكوك، وقد تستخدم حصيلة الاكتتاب في الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع موازي* بتكلفة أقل والاستفادة من فرق الثمنين باعتباره ربحاً للمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة على حملة صكوك الاستصناع بعد قبضه، وقد توزع على شكل أقساط عند كل دفعة من الثمن الذي يتم قبضه⁴، والشكل رقم (1-11) أدناه يلخص هيكل صكوك الاستصناع.

¹ أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 473-474

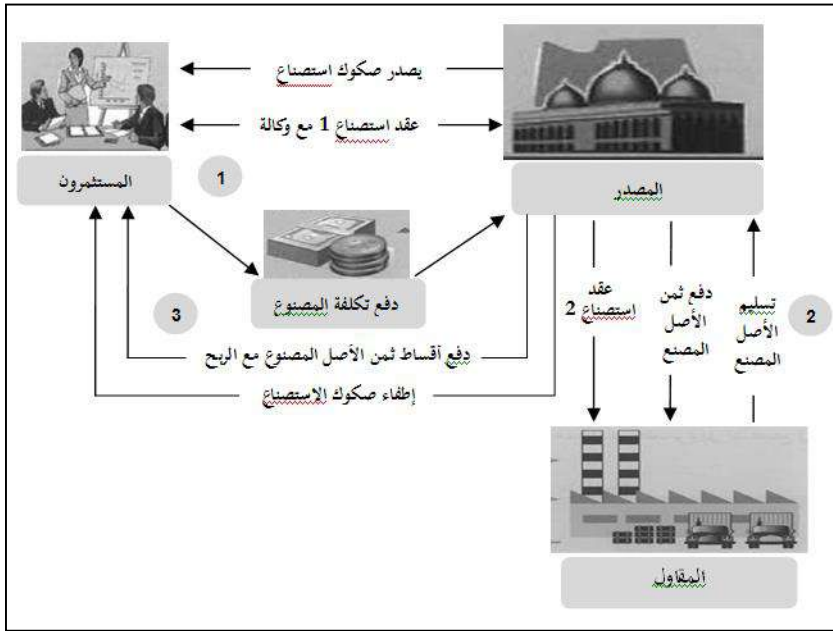
² المرجع السابق، ص 318

³ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 376

* إن الصيغة التي تسمى في العرف المعاصر (الاستصناع الموازي) تتم من خلال إبرام عقدين منفصلين أحدهما مع العميل تكون فيه المؤسسة المالية الإسلامية صانعا، والآخر مع الصناع أو المقاولين تكون فيه المؤسسة مستصنعا، ويتحقق الربح عن طريق اختلاف الثمن في العقدتين، والغالب أن يكون أحدهما حالا (وهو الذي مع الصناع أو المقاولين) والثاني مؤجلا (وهو الذي مع العميل).

⁴ أيوبي (AAOIFI)، المجلس التشريعي العاشر، المنعقد بالمدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، 2-7 ربيع الأول 1424هـ/3-8 ماي 2003م. ص 6

الشكل رقم (1-11): هيكلية صكوك الاستصناع الموازي



المصدر: إعداد الباحثة

فالمصدر لصكوك الاستصناع إما يكون مستصنعا، وفي هذه الحالة يكون مصدر الصكوك مشتريا لعين مصنعة، وهي عين موصوفة في الذمة يلتزم بائعها بتحصيلها أو بتصنيعها بمواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معين بمقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده، في أجل محدد، أما المكتتبون في هذه الصكوك هم البائعون لهذه العين بقصد تحقيق ربح، ويتمثل الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن تصنيعها في استصناع مواز وبين ثمن الاستصناع وحصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك هي تكلفة تصنيع العين¹. أو يكون كان مصدر الصكوك هو الصانع أي البائع بالاستصناع والمكتتبون في الصكوك فيها هم المشترون (المستصنع) للعين المراد صنعها وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد².

بناء على ما ذكر، وبالنظر إلى ما تمثله الصكوك القائمة على البيوع نجد أنها لا تقبل التداول في أغلب مراحلها، وبذلك لا تنتظم تحت مسمى الصكوك بمفهومها التقني كورقة مالية قابلة للتداول. الأمر جلي فيما يتعلق بصكوك المراجعة والسلم، فصكوك المراجعة لا تمثل أعيانا إلا خلال الفترة القصيرة التي تفصل بين استخدام حصيلة الاكتتاب لشراء السلع وبيعها (فترة تملك حملة الصكوك لسلعة المراجعة)؛ أما صكوك السلم تكون دينا عينيا في ذمة المصدر ما بين الاكتتاب وموعد التسليم ثم قد تصبح دينا نقديا إذا بيع المسلم فيه بثمن أجل؛ أما بالنسبة لصكوك الاستصناع فهي تمثل في جل مراحل عمرها نقودا أو ديونا، حيث يملك حملة صكوك الاستصناع من يوم الاكتتاب إلى أن يبدأ المشروع نقودا، ثم يملكون دينا في ذمة الصانع النهائي إلى أن يتم تسليم المصنوع ثم عينا بعد تسلمه وقبل تسليمه للمستصنع الأول وأخيرا دينا في ذمة هذا الأخير إلى أن يتم إطفاء الصكوك³.

¹ حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، الخصائص، الإصدار، الاستخدامات، وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها، ورقة بحثية مقدمة إلى: حلقة عمل بعنوان "الصكوك

الإسلامية طبيعتها وتطبيقاتها"، المنعقد في مجلس دبي الاقتصادي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 10 مارس 2010م.

² أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 474.

³ رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 8

2-1-4- الصكوك المبنية على الوكالة بالاستثمار: يمكن اعتبار الصكوك القائمة على عقد الوكالة بالاستثمار صنفاً مستقلاً يختلف عن الأصناف الثلاثة السالفة الذكر من (شراكة وتأجير وبيع) من وجهة نظر مصدر الصكوك، بينما من وجهة نظر المستثمر (حملة الصكوك) فهي تندرج ضمن فئة الصكوك المبنية على عقود الشراكة لأن العوائد المستحقة لهم من هذه الصكوك ناتجة عن ربح المشاركة في استثمار الموجودات التي تمثلها صكوك الوكالة، وفي نفس الوقت يتحملون مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك، لذلك نجد اختلاف الباحثين في تصنيفهم لصكوك الوكالة.

وقبل التطرق إلى هيكلية صكوك الوكالة بالاستثمار مع الإشارة إلى أنواعها، لابد أولاً من تعريف عقد الوكالة بالاستثمار ومشروعيتها.

الوكالة بالاستثمار هي تفويض أو إنابة الشخص غيره لتنمية ماله بأجرة أو بغير أجرة¹؛ والوكالة أساساً عقد غير لازم، حيث يصح الرجوع عنها من الموكل أو الوكيل في أي وقت سواء باتفاق الطرفين، أو من جانب واحد، أو بسبب هلاك محل الوكالة، أو فقدان أهلية أي من المتعاقدين.

الوكالة مباحة بالضوابط الشرعية، فقد اتفق الفقهاء على مشروعيتها استناداً إلى أدلة عديدة من القرآن، والسنة، والإجماع².

أما الصكوك المبنية على صيغة الوكالة بالاستثمار فقد عرفها المجلس الشرعي لهيئة أيوبي (AAOIFI) على أنها، وثائق متساوية القيمة يصدرها فرد أو شركة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلاً بأجر مقطوع، أو بنسبة من رأس المال المستثمر، ويكتب الموكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار والحصول على الربح، وتحدد نشرة الإصدار طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها³.

وفي حدود اطلاعنا من حيث أنواعها، لم نجد من الباحثين والمختصين التطرق لبيان أقسامها، وفي هذا الإطار تبين أنه يمكن تقسيمها لعدة اعتبارات، منها، تقسيمها باعتبار الجهة التي تدير المشروع الاستثماري، وعلى هذا الأساس نجد أن هناك نوعان لصكوك الوكالة، نقترح تسمية لكل منها⁴:

أولاً- صكوك وكالة بالاستثمار مباشرة

وهي صكوك يصدرها المصدر بالأصالة عن نفسه، أي أن المصدر هو الوكيل المستثمر لحصيلة الاكتتاب في صكوك الوكالة، وله الحق في التصرف الاستثماري وإدارة المشروع مقابل أجر مقطوع ومحدد أو نسبة من رأس المال المستثمر يتم تحديدها في نشرة الإصدار.

ثانياً- صكوك وكالة بالاستثمار موازية

وهي صكوك وكالة يصدرها المصدر نيابة عن من يقوم بإدارة المشروع الاستثماري، حيث تصبح الجهة المصدرة موكلاً بالاستثمار بعدما كانت وكيل للاستثمار عند طرحها لصكوك الوكالة أول مرة، وعند عقدها عقد وكالة موازية مع جهة أخرى تتولى إدارة

¹ أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، المرجع السابق، ص 1143.

² للمزيد من التفاصيل أنظر: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 312.

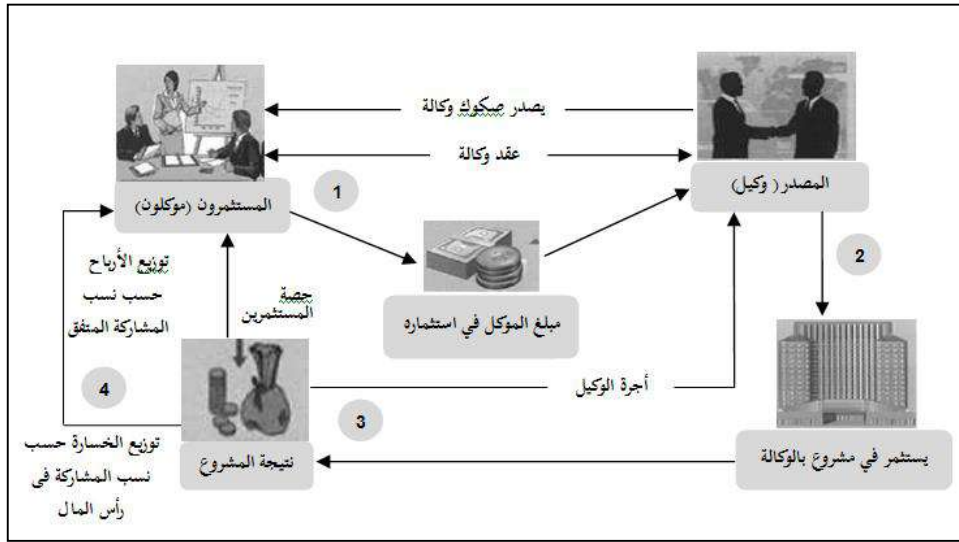
³ أيوبي (AAOIFI)، المجلس الشرعي العاشر، مرجع سابق، ص 8.

⁴ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 78.

المشروع نيابة (بالوكالة) عن الجهة المصدرة لصكوك الوكالة وحملة الصكوك لقاء أجر مقطوع ومحدد في نشرة الإصدار، ويصبح بذلك حملة الصكوك والجهة المصدرة للصكوك موكلون، والجهة التي تقوم بإدارة المشروع وكيل استثمار.

ويخلص الشكل رقم (12-1) هيكلية صكوك الوكالة بالاستثمار المباشرة.

الشكل رقم (12-1): هيكلية صكوك الوكالة المباشرة



المصدر: إعداد الباحثة

المصدر لتلك الصكوك هو الجهة الراغبة في استثمار حصيلة بيعها بصفتها وكيلاً في الاستثمار مقابل أجر محدد، المكتتبون في الصكوك هم موكلون، يقصدون استثمار أموالهم والحصول على الربح، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد، وتمثل حصيلة الاكتتاب المال المستثمر بطريق الوكالة أي المبلغ الموكل في استثماره¹، وبهذا يمثل الصك نسبة مئوية في صافي أصول العملية أو المشروع أو النشاط، الذي يفتح له الوكيل حساباً مستقلاً عن حساباته الأخرى².

بناء على ما سبق تعتبر أنواع الصكوك السابقة الذكر أهم أنواع الصكوك المبنية على صيغ الاستثمار الشرعية، الغاية منها الحصول على الربح من استثمار مواردها اقتصادياً، فهي تدر عوائد مالية لحاملها بهدف تعظيم ثروته بالطريقة المشروعة والحلال أي عدم إغفال العائد الأخرى، بطبيعة حال الاستثمار الإسلامي. وفيما يلي جدول نقارن من خلاله بين أهم أنواع الصكوك³.

¹ أسامة عبد الحليم الجزوية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009م، ص 64.

² حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 43.

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 54.

جدول رقم (1-3): مقارنة بين أهم أنواع الصكوك القائمة على العقود الشرعية

نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتتب في الصك	حصولية الاكتتاب	ملكية حامل الصك
صكوك المراجعة	تمويل شراء سلعة المراجعة	البائع لبضاعة المراجعة	المشترون لبضاعة المراجعة	تكلفة شراء البضاعة	سلعة المراجعة
صكوك السلم	تحصيل رأس مال السلم	البائع لسلعة السلم	المشترون للسلعة	ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)	سلعة السلم
صكوك الاستصناع	تمويل تصنيع سلعة	الصانع (البائع)	المشترون للعين المراد صنعها	تكلفة المصنوع	العين المصنوعة
صكوك الإجارة	بيع العين المؤجرة	بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها	مشترون لها	ثمن الشراء	الموجودات على الشبوع بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم
صكوك مشاركة	إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة	الجهة التي تنشأ وتدير المشروع	المشاركون في المشروع	تمويل المشروع	المشروع أو موجودات النشاط
صكوك المضاربة	مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة	المضارب	أرباب المال	رأس مال المضاربة	موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت
صكوك الوكالة بالاستثمار	الاستثمار	الوكيل بالاستثمار	الموكلون	المبلغ الموكل في استثماره	ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد
صكوك المزارعة	تمويل مشروع على أساس المزارعة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)*	المزارعون (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)*	تكاليف الزراعة	حصة في المحصول مما أنتجته الأرض وفق ما حدده العقد
صكوك المساقاة	سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)*	المساقون*	تكاليف العناية بالشجر	حصة من الثمرة مما أنتجته الأشجار وفق ما حدده العقد
صكوك المغارسة	غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة	مالك أرض صالحة لغرس الأشجار*	المغارسون*	تكاليف غرس الشجر	حصة متفق عليها في الأرض والغرس

المصدر: ورقة بحث بعنوان: الصكوك الإسلامية، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، الجمهورية العربية السورية، ص 14-15، متاح على

الرابط: syrianfinance.org/assets/files/20033.doc، تاريخ الإطلاع: 2011/03/12

* قد تنقلب الأدوار (الصفة) في أنواع الصكوك الزراعية، بين المصدر والمكتتب في الصكوك، حيث يكون مصدر الصك هو صاحب العمل والمكتتب في الصك هو صاحب الأرض

2-1-5- الصكوك المركبة: وهناك ما يطلق عليها بالصكوك المهجنة، وهي صكوك مبنية على الجمع بين عقدين أو أكثر، ومن نماذج الصكوك المركبة التي انتشرت وبشكل واسع في السنوات الأخيرة، هي صكوك الجمع بين المضاربة والمراجحة والتي جرى تطبيقها من قبل عدد كبير من الشركات.

وتعد الصكوك المركبة من المراجحة والمضاربة، أداة تمويلية واستثمارية في الأسواق المالية، مبنية على الجمع بين حقيقة الصكوك والسندات التي تصدر على أساس وحدات متساوية القيمة، ولبيان حقيقة الصكوك المركبة من المراجحة والمضاربة، نبدأ بتعريفها ثم شرح هيكل إصدارها، وتوضيح الغرض من إصدارها.

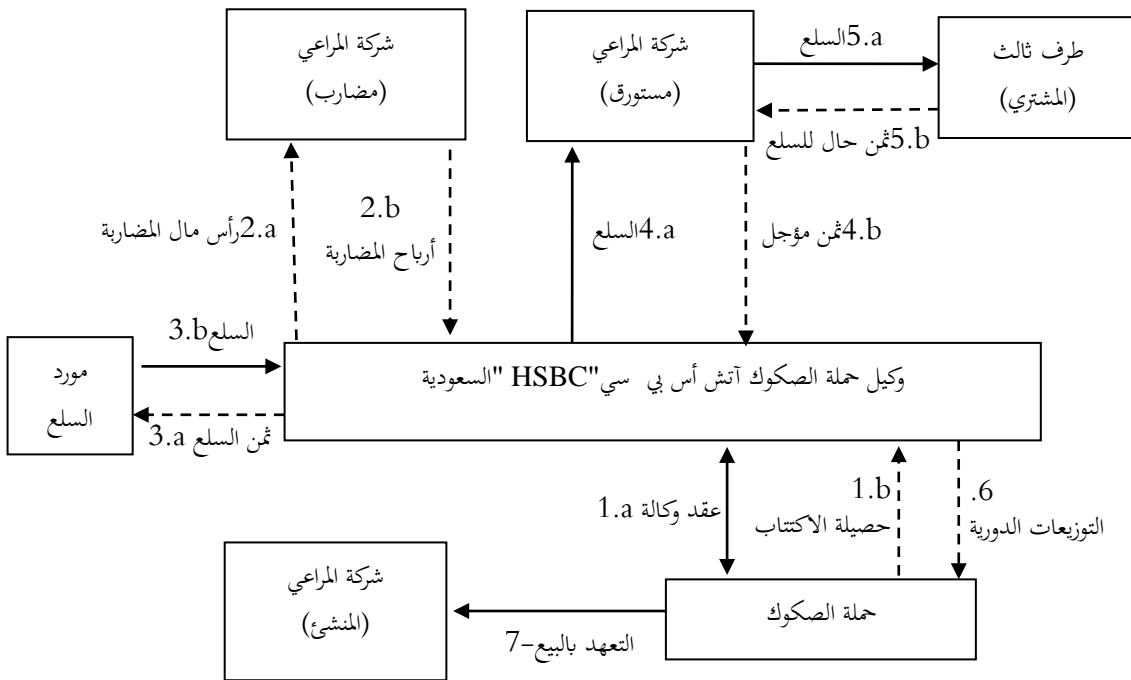
أولاً- تعريف الصكوك المركبة من المراجحة والمضاربة

يعرفها فيصل الشمري بأنها: " أداة استثمارية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة، تقوم على تجزئة رأس مال الصكوك إلى جزئين، بحيث يستثمر 51% منه في عقد مضاربة مع المصدر، ويستثمر 49% منه في عمليات المراجحة مع المصدر، بحيث تتكون أصول الصكوك من مجموع موجودات العقدين (المراجحة والمضاربة)، وتكون قابلة للتداول وفق الضوابط الشرعية"¹.

ثانياً- هيكل إصدار الصكوك المركبة من المراجحة والمضاربة

لتنضح هيكل هذا النوع من الصكوك، نختار إحدى إصدارات الصكوك القائمة على هذه الهيكل، والمتمثلة في أحد إصدارات شركة المراعي، وقد اعتمدت الشركة هذا النوع من الهياكل في جميع إصداراتها

الشكل رقم (1-13): هيكل الصكوك المركبة لشركة المراعي المستحقة في 2018م



المصدر: فيصل الشمري، مسائل فقهية في الصكوك، مرجع سابق، ص 31

¹ فيصل بن صالح الشمري، مسائل فقهية في الصكوك: عرض وتقييم، بحث مدعم من برنامج المنح البحثية في كرسي سايبك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 05-11، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1437هـ/2016م، ص 30.

من خلال الهيكلة المعروضة في الشكل رقم (1-13) أعلاه، ومن خلال نشرة الإصدار يتبين أن الإصدار قائم على أطراف رئيسة في التعاقد، هم:

1. المستثمرون (حملة الصكوك)، هم أرباب المال في عقد المضاربة، والبائعون لسلع المراجعة في عقد المراجعة، ويمثلهم وكيل حملة الصكوك.
2. شركة المراعي (وهي المنشئ)، وتقوم بدور المضارب في عقد المضاربة، وقد تكون رب المال في حال مشاركتها لحملة الصكوك في رأس المال المضاربة، كما تقوم بدور (المشتري، المستورق، البائع الثاني) في عقد المراجعة مع الطرف ثالث.
3. وكيل حملة الصكوك: وتمثل الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، وهي شركة السعودية المحدودة HSBC.

حيث تتمثل الخطوات التنفيذية للإصدار فيما يلي:

- أ. تقوم شركة المراعي بالترتيب مع شركة HSBC باعتبارها شركة ذات غرض خاص، لإصدار الصكوك، ويتم الاكتتاب فيها من قبل المستثمرين.
- ب. تعيين شركة ذات الغرض الخاص HSBC وكياً لحملة الصكوك، ويتولى جمع حصيلة الاكتتاب، ووضعها في الحساب البنكي.
- ج. يستخدم وكيل حملة الصكوك (شركة HSBC) حصيلة الصكوك كآتي:

✓ يدفع وكيل حملة الصكوك للمنشئ 51% من حصيلة الاكتتاب وفقاً لاتفاقية المضاربة، يستخدمها المنشئ في نشاطاته الإنتاجية، كما يشارك المنشئ حملة الصكوك في رأس مال المضاربة، بحيث يكون رأس مال المضاربة في تاريخ الإفقال، 99% من رأس مال المضاربة مقدم من حملة الصكوك، و1% من رأس مال المضاربة مقدم من المنشئ (شركة المراعي).

✓ يتم توزيع أرباح المضاربة على النحو الآتي: يكون لحملة الصكوك 1% من ربح المضاربة، ويكون للمضارب (المنشئ) المتمثل في شركة المراعي 99% من ربح المضاربة.

د. يقوم وكيل حملة الصكوك باستخدام ما تبقى من حصيلة الاكتتاب وهي 49% في إجراء عمليات مراجعة مع المنشئ على النحو الآتي:

- يقوم وكيل حملة الصكوك باستخدام 51% من المبلغ المخصص لعمليات المراجعة في عملية مراجعة طويلة الأجل (5 سنوات).
- يقوم وكيل حملة الصكوك باستخدام 49% من المبلغ المخصص لعمليات المراجعة في عملية مراجعة قصيرة الأجل (كل 6 أشهر).

ثالثاً- الأهداف الرئيسية للصكوك المركبة من المراجعة والمضاربة¹: وتتمثل في أهم ما يلي:

1. أن تكون الصكوك قابلة للتداول باعتبار الغلبة، حيث أن 51% من أصول الصكوك بموجب عقد المضاربة تكون مستثمرة في استثمارات حقيقية وليست ديوناً؛

¹ موسى آدم عيسى، صكوك الجمع بين المضاربة والمراجعة، مجمع "مؤتمر أوبو السنوي السادس عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، المنامة، البحرين، 23/22، رجب 1439هـ الموافق ل 8-9 أبريل 2018م، ص175.

2. تمثل نسبة 49% من أصول الصكوك المستثمرة في المراجعة حماية لرأس مال الصكوك، وقد تكون لرأس مال الصكوك وأرباح المراجعة؛

3. تسمح هيكلية الصكوك المركبة من المراجعة والمضاربة من تقييها لنظرتها التقليدية (السندات) خاصة من حيث ضمان رأس المال والربح وهيكلية المخاطر والتي تمتاز بها السندات التقليدية، مما يجعل الصكوك المركبة أداة تمويلية واستثمارية جاذبة من وجهة نظر المستثمرين.

2-2- تصنيف الصكوك حسب الخصائص التقنية والتجارية

هناك عدة مداخل لتحديد أنواع الصكوك التي تدخل ضمن هذا التصنيف منها ما يلي:

2-2-1- حسب طبيعة جهة الإصدار: حسب هذا الاعتبار هناك ثلاثة أنواع رئيسة من وجهة نظر استثمارية، وهي الصكوك السيادية والشبه سيادية وصكوك الشركات.

أولاً- الصكوك السيادية (Sovereign Sukuk): هي صكوك تصدرها الدولة ممثلة بالجهات الحكومية أو الهيئات أو مؤسسات الإدارة المحلية والرسمية، والتي تثبت حق الملكية لحاملها في أصول الدولة؛ حيث تقوم الجهات الحكومية بموجب إصدار هذه الصكوك ببيع بعض الأعيان المنقولة أو غير المنقولة أو بيع الخدمات ومنافعها المملوكة للدولة لصالح جهات متخصصة تابعة لها، وعادة ما يتم توظيف حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشاريع البنية التحتية التي تعود بالنفع العام على المجتمع، كما تلجأ لها الدولة كذلك في تمويل عجز الموازنة بدل اللجوء للاقتراض الخارجي الباهظ التكلفة، خاصة أن عبء خدمة الدين في الموازنة العامة يكون على حساب الإنفاق العام سواء الاستهلاكي أو الرأسمالي والذي غالباً ما يؤرق أصحاب القرار في الدولة¹. كما تعد الصكوك السيادية بمثابة أداة مهمة في تحديد معايير التسعير وعامل تحفيز وتعميق لسوق الصكوك وتشجيع لإصدارات القطاع الخاص في الدولة.

ثانياً- الصكوك الشبه سيادية (Quasi-Sovereign Sukuk): هي الصكوك تصدرها الكيانات الشبه حكومية من هيئات وشركات أعمال مملوكة بالكامل للحكومة أو بنسبة كبيرة، أو تابعة للمنظمات الدولية مثل البنك الدولي والبنك الإسلامي للتنمية بجدة، حيث تتقارب كثيراً أهداف إصدارها².

ثانياً- صكوك الشركات (Corporate Sukuk): هي تلك الصكوك الصادرة عن مؤسسات القطاع الخاص، الغرض منها توفير الموارد اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية الجديدة أو التوسعية، وكذا نفاقاتها الرأسمالية والرأس مال العامل وقد تستخدم حصيلة إصدارها في سداد ديون سابقة، كما تعد أداة مالية مثالية لإدارة السيولة وبديلة لتمويل المصرفي، خاصة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

ويلخص الجدول رقم (1-4) الوارد أدناه مقارنة مختصرة بين أنواع الصكوك الثلاثة المصنفة بحسب طبيعة جهة الإصدار³.

¹ غسان الطالب، الصكوك السيادية الإسلامية، مقال منشور بموقع الغد، قسم الاقتصاد، عدد يوم الأحد 29 مارس 2015 على موقع الغد، متاح على الرابط: <http://www.alghad.com/articles/861170-#>، تاريخ الاطلاع 2018/04/10.

² محمد بن إبراهيم السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل، ورقة عمل مقدمة: "لمنتدى تونس الدولي حول الصكوك (الندوة الدولية حول الصكوك الإسلامية في خدمة التشغيل)"، تونس، 25-30 نوفمبر 2016.

³ Beebe and Morjan, Op-Cit, pp 111-114.

الجدول رقم (1-4) : مقارنة بين الصكوك السيادية وشبه السيادية وصكوك الشركات

معيار المقارنة	الصكوك السيادية	الصكوك شبه السيادية	صكوك الشركات
المصدر	الحكومة	كيان أو هيئة مرتبطة بالحكومة والقطاع العام	هيئات ووحدات تابعة للقطاع الخاص
حق الرجوع	على أصول ذات ملكية سيادية	على ضمانات صريحة وضمنية من قبل الحكومة، كما أن ملكية أصول المصدر مرتبطة بالحكومة	على الأصول ذات الملكية الخاصة (غير سيادية)، إلا في حالات قليلة جدا تكون الأصول الممثلة بالصكوك ذات ارتباط سيادي (حالة ضمان طرف ثالث والمتمثل في الحكومة)
الغرض	جمع الأموال ورؤوس الأموال لتطوير مشاريع البنية التحتية، ووضع معايير لتسعير وتعميق سوق الصكوك وتشجيع قطاع الإصدار الخاص	عادة لا تخرج عن الهدف من إصدار الصكوك السيادية	لاقتناء موجودات جديدة أو تمويل مشروع جديد أو التوسع في نشاط قائم أو الحصول على سيولة لتمويل الرأسمال العامل والإنفاق الاستهلاكي أو الرأسمالي أو لسداد ديون سابقة

المصدر: إعداد الباحثة، اعتماد على Beebee and Marjan, Op-Cit, p134

2-2-2- حسب طبيعة ملكية الأصول: نظرا لارتكاز الصكوك على استخدام الأصول وليس القروض في عملية الإصدار أو التصكيك، فإنها تُصنف عموما حسب هذا المعيار إلى: صكوك مدعومة بالأصول وصكوك قائمة على الأصول، ولكن يظل هناك فرق بين النوعين ولكل منهما مفهوم وطبيعة مختلفة تنشأ عنها علاقات مختلفة بين الأطراف ذات العلاقة بمولين وتمولين (المصدرون وحملة الصكوك). وقد حظي هذا التفريق باهتمام متزايد في السنوات العشر الأخيرة، خصوصا بعد حالات التعثر في سوق الصكوك¹ التي عقبته الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث نشرت بعض وكالات وهيئات التصنيف العالمية تقارير عديدة توضح الفرق بينهما، وستناول بعضها من خلال ما سيأتي.

أولا- الصكوك المدعومة بالأصول (Asset-backed sukuk): عرفها باختصار مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) في معياره السابع حول متطلبات كفاية رأس المال بالنسبة للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية 2009م في البند العاشر، بأنها: "تلك الصكوك التي تستوفي الشروط المطلوبة من قبل مؤسسة تصنيف ائتماني خارجية معترف بها، يترتب عليها أن يتحمل مالكو الصكوك أية خسائر في حالة إتلاف أو انخفاض قيمة الموجودات"².

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 453.

² للمزيد من التفاصيل أنظر، مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، مرجع سابق، ص 4.

أما حسب ما ورد لدى الوكالة الماليزية للصكوك وشركة موديز للتصنيف، فالصكوك المدعومة بالأصول هي تلك الصكوك التي يتمتع فيها المستثمرون بدعم من الأصول محل العقد، حيث تعتبر شكلا من أشكال الضمان أو الامتياز في الاستحواذ على الأصول، نتيجة لانتقال ملكيتها إلى حملة الصكوك، الأمر الذي يعني امتلاكهم حق النفاذ إلى موجودات الصكوك التي تمثلها وبيعها في حالة حدوث التوقف عن السداد من قبل جهة المصدر أو حالة تعثر المنشئ، نظرا لعدم أحقية حامليها الرجوع إلى المنشئ.

بهذا فإن أصول هذه الصكوك هي المصدر الوحيد لمدفوعات الربح ورأس المال. ويتم تحديد مخاطر الائتمان لهذا النوع من الصكوك من خلال تقدير الجودة الائتمانية لأصولها فقط، والتي تعتمد على التدفق النقدي للأصل، وفي بعض الحالات قيمته المتوقعة عند الاستحقاق؛ وعليه لا يستطيع مستثمرو الصكوك وفق هذه الهيكلة وصياغتها القانونية من الوصول إلى صاحب الأصل (المنشئ) أو جهة الإصدار، ما يجنبهم في نفس الوقت من المخاطر المالية للمنشئ أو المصدر؛ وبالتالي فهم في وضع أفضل من الدائنين غير المضمونين، لأنه في حال تعثره أو إفلاسه، يحق لحاملي الصكوك استرداد أموالهم من خلال السيطرة على الأصول، والحصول على قيمتها في نهاية المطاف.

ويتطلب تمتع حاملي الصكوك بهذا الحق أن تتضمن عملية الإصدار/ أو التصكيك بيعا حقيقيا للأصل، ما يفصلهم عن خطر إفلاس المصدر، وتوافر الإجراءات القضائية التي تضمن حقوقهم¹، من خلال قيام المنشئ الذي يرغب بالتمويل ببيع الأصول المولدة للدخل إلى شركة ذات غرض خاص يبيع حقيقيا من الناحية القانونية، ونتيجة لهذا البيع الحقيقي، يتمكن المستثمرون (أي حملة الصكوك) من تجنب خطر إفلاس المنشئ أو خطر توقف جهة الإصدار عن السداد، بحيث لا يمنع دائنو المنشئ (حملة الصكوك) من استرجاع الأصل في حال تعرض المنشئ للإفلاس. لذلك تعد الأصول هي الملجأ الوحيد لحملة الصكوك ويتحدد أداؤها الفعلي من خلال عوائدها المتولدة عنها، فإذا كانت هذه الأصول تعمل بكفاءة وفي الوقت نفسه يواجه المنشئ أو جهة الإصدار خطر الإفلاس أو خطر التوقف عن السداد، فسيستمر دفع العوائد لحملة الصكوك دون انقطاع؛ أما إذا كان الأمر غير ذلك، أي كان أداء الأصل الممثل بالصكوك دون المتوقع، فإن عوائد حملة الصكوك ستتأثر لأنه لا يمكنهم اللجوء إلى المنشئ أو المصدر لتعويض الخسارة، ولهذا يعد كل صك يتم إصداره على أساس أحقية حامله باللجوء للأصل وليس للمنشئ أو المصدر على أنه صك مدعوم بأصل.

ثانيا- الصكوك القائمة على الأصول (Asset based sukuk): إذا كانت الصكوك المدعومة بالأصول تتضمن انتقال ملكية الأصول إلى حملة الصكوك، الذي يعني امتلاكهم حق النفاذ إلى موجودات الصكوك وبيعها في حالة حدوث التعثر- كما تمت الإشارة له آنفا-، في المقابل تفتقر الصكوك القائمة على الأصول لهذه الخاصية، ما يعتبره الباحثون والأكاديميون والعلماء في المالية الإسلامية انحرفا أو كما أشار إليه البعض "بالسواد الأعظم" في مسيرة الصكوك الإسلامية². وهو بالفعل ما يستخلص في شرحنا لهذا النوع من الصكوك.

ففي الصكوك القائمة (المبنية) على الأصول، يكون الأصل حاضرا لغرض الالتزام بالشريعة، وليس بهدف أن يكون مصدرا لمدفوعات الربح ورأس المال، ولهذا عادة ما يركز تقييم مخاطر الائتمان هذه الصكوك على الجهة التي تلتزم بإطفاؤها، وهي المصدر

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 453-454.

² زاهرة علي بني عامر، التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلاميا، مجمع "مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013م"، نظمه قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، خلال الفترة 12-13 تشرين الثاني 2013، ص 315.

عادة، أو في بعض الحالات المنشئ، أو الضامن، أو المستأجر من خلال اتفاق تعهد بالشراء، وفي هذه الحالة يكون تحليل الأصل أمراً ثانوياً، حيث يكون العامل المؤثر في الحكم على الجودة الائتمانية للصك وتصنيفه هو الجدارة الائتمانية للمصدر. وعليه رغم استخدام أصل أو أصول معينة في هيكلية الصكوك المبنية على الأصول، فليس من الضروري أن يولد هذا الأصل أي عائد لحاملي الصكوك، حيث تمكن التعزيزات الائتمانية (مثل التعهد بالشراء من قبل المصدر أو المنشئ وتسهيلات السيولة وغيرها) من لجوء حملة الصكوك إلى مصدرها وليس على الأصول، فإذا كان أداء الأصل أدنى من المتوقع، فإن المصدر يدفع العائد المتوقع من خلال تفعيل التعزيزات الائتمانية المشار إليها. أما إذا تعثر المصدر عن السداد، فلا يحق لحملة الصكوك بيع الأصل (إن وجد) إلا للمصدر أو المنشئ أو الجهة الملتزمة بإطفاء الصكوك. وبالتالي إذا كان المصدر أو المنشئ غير قادر على الالتزام بإعادة شراء الأصول، فإن حاملي الصكوك يصبحون في وضع لا يقل عن وضع أي دائن آخر غير مضمون، وهو ما يؤكد مساواة التعهد بالشراء بالالتزامات الأخرى غير المضمونة للمصدر أو المنشئ الملتزم بإطفاء الصكوك. مما سبق يتضح أن الصكوك القائمة على الأصول تحاول محاكاة الممارسات المتبعة في إصدار السندات في السوق التقليدية¹. ويلخص الجدول أدناه أهم الاختلافات بين الصكوك المدرجة تحت معيار طبيعة ملكية الأصول.

الجدول رقم (1-5): أهم الفروقات بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول

معيار المقارنة	الصكوك المدعومة بالأصول	الصكوك القائمة على الأصول
ملكية الأصول	حملة الصكوك بجانب الملكية الشرعية للأصول التي تمثلها الصكوك ملكية قانونية كاملة لها Title Legal - Ownership.	يكون لحملة الصكوك ملكية شرعية ولا تكون الملكية قانونية كاملة للأصول التي تمثلها الصكوك (Beneficial Ownership)، أي تنتقل لهم حق الانتفاع بها دون ملكيتها كاملة.
طبيعة بيع موجودات الصكوك	بيع الأصول من المنشئ لحملة الصكوك يكون بيعاً حقيقياً.	بيع الأصول من المنشئ لحملة الصكوك يكون بيعاً صورياً (علاقة دائنية).
التسجيل القانوني لموجودات الصكوك	تكون أصول الصكوك مسجلة قانوناً باسم حملة الصكوك	لا يتم تسجيل ملكية أصول الصكوك قانوناً باسم حملة الصكوك وتبقى مسجلة باسم المنشئ.
حق التصرف والرجوع في حالة الإفلاس أو تعثر جهة الإصدار	حملة الصكوك الحق في أي تصرف بالأصول، بما في ذلك الرجوع عليها في حالة توقف المصدر عن السداد، باعتبارهم مالكيها لها قانوناً.	ليس لهم الحق في التصرف والرجوع إلى الأصول، إلا بإعادة بيعها للجهة المصدرة أو المنشئة.
التصنيف الائتماني	يرتكز على تقدير الجودة الائتمانية للأصول التي تدعم الصكوك، والتي تعتمد على التدفقات النقدية للأصول، وفي بعض الحالات قيمتها المتوقعة عند الاستحقاق.	يرتكز على تقييم الجدارة الائتمانية للجهة التي تلتزم بإطفاء الصكوك (عادة المصدر أو المنشئ أو الضامن أو المستأجر) من خلال التعهد بإعادة الشراء والقدرة على السداد، وليس إلى أصول الصكوك.
كفاءة الإصدار	ترتبط بمدى كفاءة الأصول المثلثة بالصكوك على تحقيق عوائد مجزية.	ترتبط بمدى كفاءة المصدر أو المنشئ في القدرة على سداد التزاماته وقدرته على الالتزام بإعادة شراء الأصول.

.../...

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 454.

<p>يتحمل حاملي الصكوك المخاطر الائتمانية لمصدر أو المنشئ للصكوك فقط، والمثلة في مخاطر عدم القدرة على السداد أو الإفلاس ومخاطر عدم الالتزام بشراء الأصول.</p>	<p>إضافة إلى المخاطر الائتمانية المتمثلة في مخاطر انخفاض قيمة الأصول في تاريخ استحقاقها ومدى قدرتها على توليد عوائد دورية، يتحمل حاملي الصكوك أيضا المخاطر السوقية والتشغيلية.</p>	<p>المخاطر</p>
<p>توفر لحاملها ضمانا لرأس المال إضافة لتوزيعات الأرباح الدورية، كما لا يقل وضع حاملي الصكوك عن وضع أي دائن آخر غير مضمون في حالة التعثر أو الإفلاس.</p>	<p>يتمتع المستثمرون بنوع من الضمانات أو الامتياز في الاستحواذ على الأصول، وبالتالي فهم في وضع أفضل من الدائنين غير المضمونين.</p>	<p>الضمان ومواجهة خطر الإفلاس والتوقف عن السداد</p>
<p>لا يملك حملة الصكوك حق النفاذ للأصول عند تعثر جهة الإصدار، فهم لا يملكونها قانونيا.</p>	<p>خضوع البيع الحقيقي للأصول الداعمة للإصدار إلى ضرائب ورسوم التسجيل في بعض الأسواق، إضافة إلى منع بعض الأسواق لعمليات البيع الحقيقي.</p>	<p>سلبياتها</p>

المصدر: إعداد الباحثة اعتماد على: أسيد أديب الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، ورقة بحثية مقدمة إلى "الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)"، منظم من طرف المدرسة العليا للتجارة بالجزائر بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بجدة، 8-9 ديسمبر 2013، وزاهرة بن علي، التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، مرجع سابق، ص ص 317-318. ونجلاء البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها، مرجع سابق، ص ص 46-50.

2-2-3- حسب تركيبة هيكل الإصدار: يندرج تحت هذا التصنيف كل من الصكوك القابلة للتبديل والتحويل، وكذا الصكوك مخففة (بنكهة) الأصول. وسنحاول توضيحها من خلال ما يلي:

أولا- الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم والصكوك القابلة للتبديل بأسهم: عموما، أخذت هاتان العمليتان للصكوك من فكرة السندات التقليدية القابلة للتحويل أو التبديل بأسهم، حيث تنطبق عملية تحويل أو تبديل السندات لأسهم على الصكوك وهذا من الجانب التقني فقط، أي من حيث عملية التحويل من ورقة مالية (صك) إلى أخرى (سهم)، فالصكوك جاءت كبديل شرعي تختلف عن السندات التقليدية¹.

من بين دوافع إصدار هذا النوع من الصكوك بالتحديد، هو حاجة الشركة في التمويل بحجم معين، لكن لا يتوفر لدى المستثمرين الثقة الكاملة بأسهمها، إما لكونها مازالت طور النمو (ناشئة)، أو تمر بصعوبات مالية، أو غير معروفة -كالتالي لم تطرح من قبل أسهمها في سوق الأوراق المالية للتداول-، مما تضطر لإصدار هذا النوع من الصكوك لتلبية المتطلبات الشرعية للمستثمرين من جهة، ومن جهة أخرى وبشكل خاص تشجيع المستثمرين للإقبال عليها.

أما الدافع وراء الاكتتاب في هذه الصكوك، هو وجود خيارين أمام حامليها، سواء كان الاحتفاظ بالصك كأداة استثمارية أم الرغبة في الحصول على أسهم في الشركة المصدرة أو امتلاك أسهم شركات أخرى تمتلكها الشركة المصدرة بسعر جيد، لاسيما إن كانت معرضة للارتفاع².

وفيما يلي تعريف بهذين النوعين من الصكوك، وتوضيح الفرق بينهما وأهم خصائصهما، ومقارنتهما بمثيلتهما في السندات التقليدية.

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر: خالد الرشود، العقود المبتكرة للتمويل، مرجع سابق، ص 485-498.

² خالد الرشود، العقود المبتكرة للتمويل، مرجع سابق، ص 488. بتصرف.

1- **الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم (CONVERTIBLE SUKUK):** وهي صكوك ذات أجل معلوم تعطي لمصدرها حق استدعاء الصك* بعد تاريخ معين، ولحامله (المستثمر) حق الخيار بتحويل الصك إلى سهم في ملكية (رأسمال) الشركة المصدرة للصكوك على أساس سعر تحويلي** عادة يحدد في نشرة الإصدار، وهنا يكون للمستثمر الخيار إما باستيفاء (استرداد) قيمة الصك، أو يقبل التحويل بامتلاك أسهم في الشركة المصدرة، أما هذه الأخيرة (الشركة المصدرة) فلا خيار لها وهي ملزمة بتنفيذ ما يختاره حامل الصك.

وأمتثلة الصكوك المصدرة من هذا النوع صكوك شركة الدار العقارية المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق عام 2007م، وصكوك ميناء دبي عام 2006م، وصكوك نخيل عام 2006م¹.

2- **الصكوك القابلة للتبديل بأسهم (EXCHANGEABLE SUKUK):** هي صكوك ذات أجل معلوم، تعطي لحاملها الخيار بتحويل الصك إلى أسهم في رأسمال شركة أخرى غير الشركة المصدرة للصكوك، على أساس سعر يحدد عادة في نشرة الإصدار²، وكان الإصدار الأول عملياً لهذا النوع من الصكوك هو صكوك خزنة الماليزية في عام 2006م، والتي كانت قابلة لتبديل بأسهم عادية لشركة ماليزيا للاتصالات (Telecom Malaysia Berhad) (TM). وفي عام 2012، كان لشركة خزنة الماليزية إصداراً آخر للصكوك القابلة للتبديل بأسهم مجموعة (Parkson Retail Group)³.

من خلال التعريفين السابقين للصكوك القابلة للتحويل وللتبديل بأسهم، ويمكن استخلاص الفرق بينهما الموضح في الجدول (1-6) أدناه.

الجدول رقم (1-6): الفرق بين الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم والصكوك القابلة للتبديل بأسهم

الصكوك القابلة للتبديل بأسهم	الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم
لحامل الصك خيار استبداله (بسهم أو أسهم) شركات أخرى (خارجية) يمتلكها المصدر-ليس أسهم الشركة المصدرة للصكوك.	لحامل الصك (المستثمر) الخيار في تحويله إلى سهم أو أسهم نفس الشركة المصدرة للصك.

المصدر: إعداد الباحثة اعتماد على: خالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص486 وBeebe and Marjan, Op-Cit, p120

3- **خصائص الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم والصكوك القابلة للتبديل بأسهم:** يتفق هذا النوع من الصكوك مع غيره من الأوراق المالية التقليدية القابلة للتحويل والتبديل، في أهم الخصائص التالي⁴:

- تعد من الأوراق المالية المضعفة أو المخفضة: لأنها تؤدي عند تحويلها لأسهم عادية إلى ضعف أو تخفيض العائد على الأسهم العادية.

* عادة لا تقوم الشركة المصدرة باستخدام شرط الاستدعاء، إلا إذا كانت قيمة تحويل أو تبديل الصك تساوي أو تفوق القيمة السوقية للصك عند الاستدعاء.

** غالباً ما تكون القيمة السوقية للصك القابل للتبديل أو التحويل- في حالة الصكوك القابلة للتداول - أعلى من قيمة التحويل أو التبديل وقت الإصدار، وإلا قام حامل الصك بتحويلها بمجرد شرائها، وهذا يفقد هذه الأوراق ميزتها، إذ تصبح كأنها إصدار أسهم عادية جديدة.

¹ حامد ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق. وخالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص486.

² المرجع السابق.

³ Beebe and Morjan, Op-Cit, p120.

⁴ خالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص ص 486-487. بتصرف.

- تعد من الأوراق المالية المختلطة أو المهجنة: لأنها تحمل مزايا نوعين من الأوراق المالية في وقت واحد.

- لا يتم تحويل أو تبديل الصكوك إلى أسهم، إلا بعد أن يتأكد المستثمر أن امتلاكه لسهم الشركة أصبح أمرا مرغوبا فيه، لكونه يدر عليه ربحا، وذلك في حال ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

- عادة ما تباع الصكوك القابلة للتحويل أو التبديل - كما هو الحال بالنسبة للأوراق المالية التقليدية القابلة للتبديل أو التحويل - عند الطرح للتداول بسعر أعلى من الصكوك العادية التي لا تعطي لحاملها هذا الحق.

- من أهم مزايا هذه الصكوك، أنها تؤدي إلى التخفيف من التأثير السلبي على كل من الربحية والقيمة السوقية للسهم العادي، والذي كان يمكن أن يحدث لو أن الشركة أصدرت أسهما عادية من البداية.

رغم اتفاق هذه الصكوك مع نظيرتها السندات التقليدية القابلة للتحويل أو التبديل في كثير من الخصائص، إلا أن هناك فروقات بينهما، أهمها: أن السند القابل للتحويل أو التبديل يمنح الخيار لحامله بين أن يبقى على سنده الذي يمثل قرضا بفائدة، وبالتالي يُسترجع عند إطفائه القيمة الاسمية للسند مضافا إليه الفوائد مضمونة الدفع، أو الحصول على أسهم من الشركة المصدرة أو أسهم شركات أخرى تمتلكها الشركة المصدرة، لهذا فإن نسبة المخاطرة في حالة السندات التقليدية أقل من نظيرتها الإسلامية، فالصك يمثل موجودات لعملية استثمارية أو تجارية معرضة للربح أو الخسارة، بخلاف القرض الملزم للسداد مع فوائده الربوية¹.

ثانيا- الصكوك مخففة الأصول (Asset Light Sukuk): وهي صكوك قائمة على الأصول والديون معا، لكن تكون فيها الغلبة للديون، وتمثل نسبة الأصول أقل من الثلث، فصارت صكوك مخففة (أو بنكهة) الأصول².

ظهر هذا النوع من الصكوك لتتجاوز به بعض المؤسسات قيد (أو متطلب) استيفاء نسبة الأصول العينية المطلوبة التي تمثلها إصدارات الصكوك. حيث وجدت هذه المؤسسات أن هيكل الصكوك المدعوم بالأصول مقيدا أو غير مجدٍ³، ويعود ذلك إما لعدم رغبة المؤسسات الحكومية في التنازل عن أصولها السيادية بسبب أن بيع مثل تلك الأصول إلى مستثمرين أجانب قد يخلق مشاعر سلبية لدى الرأي العام⁴، أو بسبب عجز الحكومات والشركات الاستجابة لمتطلب نسبة الأصول العينية البالغة 30% كحد ادني، أو عدم امتلاكها حسابات قبض متوائمة مع أحكام الشريعة للاستفادة من موارد أسواق رأس المال عبر الصكوك، وقد كانت العديد من تلك المؤسسات خلال العقدین الأخيرين في تسابقا توسيعيا نتيجة الطفرة الاقتصادية الهائلة في الخليج العربي، والراغبة في الاستفادة من السيولة المتاحة في سوق التمويل الإسلامي المطرد النمو، بينما يعيقها متطلب نسبة الأصول العينية عند إصدار الصكوك⁵، وبمساعدة عدد قليل من علماء الشريعة⁶، تم إنشاء هيكل جديد للصكوك شبيهة بالصكوك القائمة بالأصول، حيث انتقلت فيه إصدارات الصكوك إلى صكوك ذات درجة أقل في تمثيلها للأصول تسيطر عليها الديون في هيكلتها، فصارت صكوكا ذات أصول مخففة سميت صكوك بنكهة (أو بذوق) الأصول (Asset Light Sukuk)، وكانت أولى إصدارات هذا النوع الجديد من الصكوك هي صكوك المشاركة البالغة قيمتها 300 مليون دولار التي أصدرتها مركز دبي للمعادن والسلع في

¹ خالد الرشود، العقود المبتكرة، مرجع سابق، ص 489.

² سعيد بوهاوة، الإشكالات الشرعية المتعلقة بإصدارات الصكوك، ورقة بحثية مقدمة لندوة: "الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، تونس، 28-29 مارس 2015م.

³ رفيع حنيف، من الهياكل المدعمة بالأصول إلى الهياكل المخففة الدعم بالأصول (التاريخ المعقد)، ترجمة محمود مهدي، مقال منشور بمجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 17، العدد 1، الصادر في 1432هـ/2011م، ص 114.

⁴ سعيد بوهاوة، الإشكالات الشرعية، مرجع سابق.

⁵ رفيع حنيف، من الهياكل المدعمة بالأصول، مرجع سابق، ص 112-113.

⁶ رفيع حنيف، المرجع السابق، ص 113.

عام 2008م¹. وقد ناقش المجلس الشرعي لهيئة أئوي (AAOIFI) التكييف الشرعي لهذا النوع من الصكوك (الصكوك مخففة الأصول)، وأصدر حكماً بتحريم الصكوك المخففة الدعم بالأصول².

2-2-4- حسب مدة الاستحقاق: يضم هذا المعيار إصدارات الصكوك محددة المدة، ويندرج تحته الأنواع التالية:

أولاً- صكوك قصيرة الأجل: وهي صكوك تتراوح فترة استحقاقها بين شهر إلى سنة كأقصى تقدير، ويطلق عليها تقنياً بالأوراق التجارية الإسلامية (Islamic Commercial Papers (ICP). عادة ما يكون الهدف من إصدارها تلبية المتطلبات التمويلية قصيرة الأجل للمصدر، كتمويل احتياج رأس المال العامل لشركات، وكذا توفير تسهيلات متوافقة مع الشريعة للمصارف الإسلامية لتلبية احتياجاتها من السيولة³؛ كما تعد أداة تمويلية يمكن من خلالها الاستفادة من السيولة الفائضة لدى البنوك الإسلامية من جهة وتلبية الحاجات التمويلية لحكومات الدول من جهة أخرى، خاصة في الدول التي لا توفر بنوكها المركزية أو وزاراتها المالية أدوات استثمارية متوافقة مع الشريعة للبنوك الإسلامية لاستثمار فوائضها المالية⁴. ونجد في الواقع العملي أن حكومات الدول الإسلامية عادة ما تصدر صكوكاً قصيرة الأجل في إطار برامج لا تتجاوز سبع سنوات ولأجل استحقاق تتراوح من شهر إلى 12 شهراً.

ومن الدول التي لها تجربة رائدة في مجال إصدار هذه الصكوك على سبيل الذكر لا الحصر، ماليزيا، من خلال إصدارها الصكوك النقدية لبنك نيجارا ماليزيا (البنك المركزي الماليزي)، وهي أدوات مالية قصيرة الأجل قائمة على صيغة المراجعة السلعية أصدرها البنك لتحل محل صكوك بيع العينة، إضافة إلى العديد من أنواع الصكوك قصيرة الأجل الأخرى التي يتم إصدارها في ماليزيا، منها أذونات الخزينة الماليزية الإسلامية، وهي صكوك حكومية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة الماليزية كبديل لأذونات الخزينة التقليدية لتمويل النفقات التشغيلية الحكومية، يتم إصدارها أسبوعياً مع آجال استحقاق لمدة سنة واحدة، تقوم هيكلتها على صيغة بيع العينة⁵ التي تعد مخالفة للشريعة لقيامها على بيع العينة المحرمة شرعاً تبعاً للمذاهب الأربعة، كما يشوب جل إصدارات الصكوك الماليزية مخالفتها للأحكام والقواعد الشرعية، والتي تحاول ماليزيا تحسينها، في السنوات الأخيرة.

وتعد كل من البحرين وغانبيا من أكثر دول العالم إصداراً للصكوك قصيرة الأجل من حيث العدد بعد ماليزيا، حيث يصدر البنك المركزي في كليهما عدداً متتابعاً ومنتظماً من أذونات الخزينة وصكوك التأجير والسلم قصيرة الأجل نيابة عن حكوماتها لامتناس السيولة الزائدة عن حاجة البنوك لديها. ونرى أن إصدارات الصكوك الحكومية السودانية من أقدم التجارب في مجال إصدارها لصكوك قصيرة الأجل من خلال شهادات مشاركة البنك المركزي (شهم) ثم شهادات المشاركة الحكومية (شهامه) كأدوات مالية قصيرة الأجل لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي، وتغطية عجز الموازنة العامة للدولة.

ثانياً- صكوك متوسطة وطويلة الأجل: تتمثل في الصكوك التي يتراوح آجال استحقاقها بين سنة وخمس سنوات بالنسبة للصكوك متوسطة الأجل ويرمز لها اختصاراً بـ (Islamic Medium Term Notes- (IMTN)، وخمس سنوات فما فوق -قد تصل إلى 25 سنة- بالنسبة للصكوك طويلة الأجل. وعادة ما تتمثل إصداراتها في أذونات الخزينة المتوسطة، وصكوك التجزئة

¹ رفيع حنيف، المرجع السابق، ص 113.

² نقلاً عن: المرجع السابق، ص 121.

³ Beebe and Marjan, *Op-Cit*, p 121.

⁴ محمد خالد الخنيفر، مقابلة مع CNN بالعربية، شرح فيها الهياكل المتوفرة حالياً على صعيد الصكوك الإسلامية بالخليج، يوم 04 جوان 2017م، على الساعة 05:52 مساءً بتوقيت غرينيتش متاح على الرابط: <https://arabic.cnn.com/business/2017/06/04/bs-040617-mhmd-khunaifer>، تاريخ النسخ: 2018/04/02.

⁵ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 423-424.

الموجهة للأفراد، وهي أدوات مستخدمة لتلبية المتطلبات التمويلية متوسطة إلى طويلة الأجل للمصدر كتمويل النفقات الرأسمالية وتمويل مشاريع التنمية والبنية التحتية لحكومات الدول¹.

إلى جانب هذا التصنيف، ظهر في العقد الأخير الحاجة إلى إمكانية إصدار صكوكاً دائمة، أي غير محددة المدة. وهو نوع جديد من الصكوك يمكن توضيحه من خلال التصنيف الموالي.

2-2-5- وفق خصائص تقنية أخرى: يضم هذا التصنيف البعض من هياكل الصكوك المبتكرة والجديدة، والتي لها خصائص تميزها عن الأنواع سالفه الذكر، ويندرج تحت هذا التصنيف كل من صكوك المستوفية لمعايير لجنة بازل 3، والصكوك المغطاة والصكوك المترابطة.

أولاً- الصكوك المستوفية لمعايير بازل 3: يعد هذا النوع من الصكوك تمويلًا رأسماليًا (أقرب للأسهم) تختلف فيه عن الصكوك العادية (محددة المدة) مستحقة الدفع على مصدرها في تاريخ استحقاقها. تم تصميمها حتى يكون لحملة صكوك بازل دورا في إنقاذ البنك من الإفلاس، حيث يتلقون الصدمة بدل من أن تتدخل الحكومات لإنقاذ بنوكها².

إذ تكمن أهمية هذا النوع من الصكوك في تعزيز الملاءة المالية للبنك بوجه عام، بزيادة قاعدته الرأسمالية، بما يعزز "كفاية رأس المال"، ويقوي قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته، دون الحاجة لزيادة رأس المال الأصلي بإصدار أسهم جديدة لتلبية معايير رأس المال ونسب كفاية رأس المال الجديدة وفق متطلبات "بازل 3"³.

يندرج تحت هذا التصنيف نوعين رئيسيين من الصكوك، والشكل رقم (1-14) أدناه، يوضح موقع هذان النوعين ضمن مكونات الرأس المال النظامي (الرقابي) للمؤسسات المصرفية.

الشكل رقم (1-14): موقع صكوك بازل 3 ضمن مكونات رأس مال البنك



المصدر: أسيد الكيلاني، صكوك الشق، مرجع سابق، ص144، بتصرف.

¹ Beebe and Marjan, Op-Cit, P 121-122.

² محمد الخنيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل الداعمة، مرجع سابق.

³ أسيد الكيلاني، صكوك الشق الأول (الشريحة الأولى) من رأس المال، وفق معايير بازل، مجمع "مؤتمر أبوفي السنوي السادس عشر للهيئات الشرعية"، 8-9 أبريل 2018 الموافق 23/22 رجب 1439هـ، مملكة البحرين، ص145.

- 1- الصكوك الدائمة (Perpetual Sukuk):** تم ابتكار هذا النوع من الصكوك لتلبية حاجة البنوك الإسلامية كونها ليست بمنأى عن الالتزام* بمعيار بازل 3، ما تطلب منها دعم رأسمالها لتعزيز نسب كفايتها، فاجتهدت لإصدار هذه الصكوك¹، والتي تسمى أيضا بصكوك الشريحة الأولى (الشق الأول) من رأس المال، ويمكن تسميتها أيضا بالصكوك التابعة لرأس المال الإضافي (التكميلي)، حيث أنه كلما قلت نسبة كفاية رأس المال عن 10.5% أو 6% يصبح البنك في خطر، وهنا يأتي دور مكونات رأس المال الأساسي (الشريحة 1) والمتمثلة في حقوق الملكية (الأسهم) كخط دفاع أول نحو امتصاص الخسائر، ثم يأتي دور المكون الثاني للشريحة الأولى والذي يظم الأدوات المالية والهجين من ضمنها الصكوك التابعة لرأس المال الإضافي كخط دفاع ثاني، يطلق عليه "COCO" اختصاراً لعبارة "Contingent Convertible Capital"، التي تعني أن الأدوات والصكوك الداخلة تحت رأس المال الأساسي تساهم جميعها في إطفاء أي خسائر وتمنع البنك من التعثر وتسمح له بالاستمرار²، ويرجع ذلك لما تتمتع به هذه الأدوات من صفات تجعلها أقرب إلى الأسهم منها إلى أدوات ذات الآجال المحددة، لذلك تسمى أيضا بشبه الأسهم "Quasi Equity"، ولعل أول بنك باذر إلى ذلك، كان مصرف أبو ظبي الإسلامي في نوفمبر 2012م، عندما أصدر صكوك دائمة بصيغة المضاربة، والتي بلغت قيمة إصدارها مليار دولار أمريكي، بهدف رفع رأسماله الإضافي، حيث يرى البعض³ أنه لا يصح عليها وصف أنها وفق معيار بازل 3، لأنها لم تتضمن معالجة وضع عدم القدرة على الاستمرار "Non Viability"، كون أن من أهم ما تشترطه بازل 3 لاعتبار الصكوك ورقة مالية من الشق الأول ليحصل بها البنك على رأس مال إضافي، هو توفر أهم المعايير (الشروط) التالية⁴:
- أن تكون مستمرة غير محددة المدة (Perpetual)، لذلك سميت بالصكوك الدائمة، وألا يكون لحملتها الحق في المطالبة باستردادها (تصفيتها)، شأنها في ذلك شأن أسهم البنك، وكما يمكن للبنك تسيلها بعد مضي خمسة سنوات من إصدارها، أو قبل ذلك في حالات محددة، بشروط معينة تحددها الجهات الرقابية؛
 - أن تكون لها القدرة على امتصاص خسائر البنك، فتتأخر في الاستيفاء عند تصفية البنك (حالة الإعسار أو الإفلاس) مقارنة مع الالتزامات العادية (من مودعين ودائنين عامين) للبنك، وعن الالتزامات الأعلى رتبة منها (كصكوك الشريحة الثانية)، إلا أنها تتقدم على أسهم البنك نفسه؛
 - لا يمكن للبنك أو أي جهة أخرى يسيطر عليها البنك، القيام بشراء هذه الأدوات، كما لا يجوز للبنك تمويل شراء هذه الأدوات بشكل مباشر أو غير مباشر؛
 - أن تكون غير مضمونة وغير مغطاة بكفالة من البنك المصدر لها أو من أي جهة ذات علاقة به؛
 - أن تتضمن شروطها إمكانية شطبها كلياً أو جزئياً، أو تحويلها إلى أسهم عادية، بقرار من الجهة الرقابية عند وصول البنك المصدر لها إلى حالة عدم القدرة على الاستمرار (Non Viability) أو لحمايته من الوصول إلى هذه الحالة.

* ليس لبنك التسويات الدولية ولجنة الإشراف فيها أي سلطة لإلزام البنوك بمعاييرها، ولكن الإلزام يأتي من قبل البنوك المركزية للدول أو التهديد بعدم تعامل البنوك الأجنبية مع البنك الذي لا يلتزم بهذه المعايير.

¹ محمد علي القرني، صكوك الشق الأول من رأس المال، وفق معايير بازل، مجمع "مؤتمر الأيوبي السادس عشر للهيئات الشرعية"، مملكة البحرين، 8-9 أبريل 2018 الموافق لـ 23/22 رجب 1439هـ، ص 134.

² محمد الخيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل، مرجع سابق.

³ محمد القرني، صكوك الشق الأول، مرجع سابق، ص 134.

⁴ أسيد الكيلاني، صكوك الشق الأول، مرجع سابق، ص ص 145-146. وبنك الكويت المركزي، معيير كفاية رأس المال- بازل 3- للبنوك الإسلامية، ص ص 5-26، متاح على الرابط : <http://www.cbk.gov.kw/en/assets/pdfs/Basel3IslamicBks-10-115225-3.pdf>، تاريخ التحميل 2018/06/01.

تعد المعايير السابقة الذكر ملزمة، يجب أن تهيكل الصكوك وفقها، وبذلك تختلف صكوك بازل 3 عن الصكوك العادية التي لا يُلزم مصدرها بشيء من تلك الشروط؛ كما أنها تتقاطع هذه الصكوك مع أسهم البنك في بعض خصائصها، وتكون أداة هجينة (Hybrid) تجمع ما بين خصائص الأسهم وخصائص الصكوك العادية. ومن الصيغ التمويلية المناسبة لصكوك الشريحة الأولى من رأس المال حسب بعض المعايير الصادرة عن هيئات علمية* معترف بها هي المشاركة في إجمالي أصول البنك كصيغة لهذه الصكوك¹؛ بينما يرى البعض أنه حسب ما يظهر من المعايير الموضوعية من "بازل3"، أن الصيغة المناسبة لصكوك الشق الأول من رأس المال هي المضاربة المطلقة في الوعاء العام للبنك، التي تقول إلى مشاركة بخلاص رأس مالها بحقوق الملكية².

2- الصكوك الثانوية (Subordinated Sukuk): يطلق عليها أيضا الصكوك التبعية (أو التابعة) أو صكوك رأس المال المساندة للشريحة الثانية (Tier 2)، إذ يرافق ذلك عبارة ملازمة وهي (Going-Concern Loss) وتعني أن الأدوات الاستثمارية (من صكوك وأدوات هجينة أخرى) المدرجة تحت الشريحة الثانية ستمتص الخسائر (كخط دفاع ثالث) التي لم تستطع أدوات رأس المال الأساسي (الشريحة Tier 1) من إطفائها**، وتوصف هذه المرحلة كذلك بعدم استدامة البنك³. الغرض من هذه الصكوك تحسين جودة رأس المال وزيادة رأس المال النظامي (الرقابي) للبنك عن طريق تعزيز رأس المال الثانوي (الشريحة الثانية) وتكون بمثابة مصدات لامتناس الخسائر لحماية كبار المودعين والدائنين الرئيسيين للبنك، والذي يدخل ضمن إطار سياسة التحوط الكلي التي تطبقها السلطات الرقابية للحد من المخاطر النظامية وتعزيز الاستقرار المالي⁴. من خصائص الصكوك الثانوية (المساندة للشريحة الثانية Tier2) أن حملتها لهم حق الرجوع المحدود إلى الجهة المصدرة وليس إلى الأصول الأساسية الممثلة بها، حيث يتم تصنيفهم كدائنين من الدرجة الثانية، وتكون أولوية السداد للمودعين والالتزامات الأخرى للبنك المصدر، وعليه وفي حالة حدوث خسائر أو تصفية للبنك لنا يتم سداد مستحقات الصكوك الثانوية، إلا بعد سداد عامة المودعين وكبار الدائنين للمصدر، ومع ذلك لحملة الصكوك الثانوية الأولوية في المطالبة بأموالهم قبل حملة الصكوك الدائمة والأسهم في حالة إفلاس وتصفية البنك المصدر لها⁵. ومن الشروط الواجب توفرها كحد أدنى في صكوك المصدرة من البنك حتى يتم إدراجها ضمن رأس المال المساند (الشريحة 2)، مايلي⁶:

- القدرة على امتصاص الخسائر لحماية المودعين والتزامات البنك، عبر إصدار صكوك على أساس صيغتي المضاربة أو الوكالة قابلة للتحويل إلى حقوق ملكية (أسهم) في حال وقوع أحداث معينة (Trigger Events). وفي حالة التحويل يصبح رأس المال المساند مساويا لحقوق المساهمين من حيث الأولوية؛

* تمثل هذه الهيئات في كل من مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) بماليزيا، الذي أصدر المعيار المعدل لكفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية الصادر في ديسمبر 2013؛ وبنك الكويت المركزي من خلال إصداره لمعيار كفاية رأس المال- بازل 3 للبنوك الإسلامية في جوان 2014؛ وبنك نيجارا ماليزيا، الذي أصدر الإطار العام لكفاية رأس المال للبنوك الإسلامية "Capital Adequacy Framework for Islamic Banks" في فيفري 2018.

¹ أسيد الكيلاني، صكوك الشق الأول، مرجع سابق، ص 146-147.

² أسيد الكيلاني، المرجع سابق، ص 147.

** عندما تتجاوز خسائر البنك حجم الشريحة الأولى وجب تصفية البنك، ويستخدم رأس مال الشريحة الثانية في درء النقص في التعويضات للدائنين عند التصفية.

³ محمد الخنيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل، مرجع سابق.

⁴ أسيد الكيلاني، صكوك الشق الأول، مرجع سابق، ص 145. ومحمد القري، صكوك الشق الأول، مرجع سابق، ص 130. بتصرف.

⁵ Beebe and Marjan, Op-Cit, p 122-123.

⁶ للمزيد من التفاصيل أنظر: بنك الكويت المركزي، معيار كفاية رأس المال-بازل (3)، مرجع سابق، ص 27-28.

- مصدرة ومدفوعة بالكامل؛
- أن لا تكون مضمونة أو مغطاة بكفالة من المصدر أو أي طرف ذو علاقة، أو تحتوي على ترتيبات يمكن أن تعزز من أولويتها مالياً أو قانونياً مقابل دائني البنك الآخرين؛
- عدم إمكانية البنك أو أي جهة أخرى يسيطر عليها البنك، القيام بشراء هذه الأدوات، كما لا يمكن للبنك القيام بتمويل هذه الأدوات بشكل مباشر أو غير مباشر؛
- أن لا يكون للمستثمر (حامل الصك) الحق في تعجيل الدفعات المالية المستقبلية (التوزيعات أو أصل المبلغ) إلا في حال الإفلاس أو التصفية.

بناء على ما سبق نجد أن صكوك بازل تتميز عن غيرها من الصكوك العادية، أن البنك لا يعتبرها بمثابة التزامات مالية أو بالأحرى "مطلوبات" (Liability) بل يعتبرها من مكونات رأس المال، كما يملك البنك الحرية في وقف توزيعات الأرباح الدورية على المستثمرين ولا يعتبر ذلك تعثراً (مثل ما قد يكون مع توزيعات الأسهم)؛ عادة ما تصدر صكوك المتوافقة مع معايير بازل بعلاوة إصدار (بسبب المخاطر التي قد يتعرض لها البنك) مقارنة مع الصكوك العادية، وفي هذا الإطار قررت وكالة رام (RAM) للتصنيف الائتماني بماليزيا، منح هذا النوع من الصكوك تصنيفاً ائتمانياً يقل بدرجة واحدة أو درجتين عن التصنيف الرئيسي للبنك¹.

ثانياً- الصكوك المغطاة (Covered Sukuk): يعد هذا النوع من الصكوك حديثاً نسبياً، ظهر بعد الأزمة المالية العالمية 2008م، ومع ظهور أزمة إخفاقات (تعثر) بعض إصدارات الصكوك 2009م. الغرض منها منع حدوث حالات إخفاق أخرى مستقبلاً، وذلك من خلال الحق الذي يتمتع به المستثمرين (حملة الصكوك المغطاة) في المطالبة بحقوقهم ضد المصدر والتصرف في الأصول الداعمة للإصدار، مما يعطيهم حماية مزدوجة، الأول بالرجوع لمصدر الصكوك لكونه مسؤولاً مسؤولية كاملة للوفاء بجميع التزاماته اتجاه المستثمرين في حالة اليسر المالي (الملاءة المالية للمصدر)؛ والثاني (الخيار الآخر) في حالة عدم قدرة المصدر على السداد (العسر المالي) أو في حالة الإفلاس يكون لدى حملة الصكوك حق الرجوع والأولوية في المطالبة بالأصول الأساسية الداعمة للصكوك، والتي تكون مستقلة (منفصلة) تماماً عن موجودات المصدر².

نرى من وجهة نظرنا أن الصكوك المغطاة ما هي إلا تسمية أو محاكاة لتكون بديلاً للسندات التقليدية المغطاة التي تمنح حق رجوع مزدوج يتمثل في وجود مطالبة على جهة الإصدار، وإذا توقفت جهة الإصدار عن السداد، تكون مطالبة على تجميع تغطية من الضمانات عالية الجودة (تلزم جهة الإصدار بالاحتفاظ بها). وتصدر السندات المغطاة بموجب تشريع محدد (أو عقود) تضاهيه*.

لذلك نرى أن هذه الصكوك ما هي إلا توضيح عملي للحالات التي قد تمر بها الصكوك المدعومة بالأصول (المتوافقة مع الشريعة) من إصدارها إلى غاية إطفائها من حيث الجهة التي يرجع لها المستثمرون في المطالبة بسداد مستحقاتهم.

¹ محمد الخنيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل، مرجع سابق.

² Beebe and Marjan, **Op-Cit**, p 130.

* للمزيد من التفاصيل حول السندات المغطاة، أنظر: صندوق النقد الدولي، إحصاءات الدين الخارجي كمرشد لمعديها ومستخدميها، دليل متاح على الرابط: <https://www.imf.org/~media/Files/Data/EDS/eds-arabic.ashx>، تاريخ التصفح: 2018/05/01، ص 198.

ثالثاً- الصكوك المزدوجة (المترابطة) (Stapled Sukuk): عموماً، عرفت بورصة ماليزيا الأوراق المالية المترابطة على أنها: عبارة عن ترتيب (إجراء) يتم بموجبه إدراج أنواع مختلفة من الأوراق المالية وتداولها كورقة مالية واحدة، لا يمكن تداول كل واحدة منها بشكل منفصل عن الآخر.

قد تضم الصكوك المترابطة أنواع مختلفة من الأوراق المالية المصدرة من قبل جهة إصدار واحدة ومن عدة جهات إصدار مختلفة، وبهذا يظل مصدري الأوراق المترابطة ككيانات قانونية منفصلة، إلا أن أوراقهم المالية المترابطة يتم إدراجها وتداولها كورقة مالية واحدة¹.

ولكي تكون تلك الأوراق المالية المترابطة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، يجب أن تكون كل ورقة على حدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية².

بناء على ما سبق نستنتج أن الصكوك المترابطة يمكن أن تكون عبارة عن صكوك ممثلة لمحفظة أصول مالية تضم ورقتين ماليتين فأكثر. على سبيل المثال، يمكن ربط أسهم شركة ما مع وحدات صندوق استثماري باعتبارها أصول أساسية ممثلة لإصدار صكوك معين، وعليه يتم إدراج وتداول تلك الأسهم ووحدات الصندوق على أنها ورقة مالية واحدة عبر الصكوك المصدرة على أساسها.

وعليه نرى أن الصكوك المترابطة هي أوراق مالية متخصصة كونها مدعومة بأوراق مالية لا غير، أي أن الموجودات التي تمثلها عبارة عن أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

2-3- تصنيف الصكوك حسب طبيعة ونوع الأصول

تشير الخاصية الوارد ذكرها في معيار صكوك الاستثمار رقم (17) في البند (4-2) الصادر عن هيئة الأيوبي (AAOIFI)، المتضمنة أن الصك: "يمثل حصة شائعة في ملكية موجودات حقيقية مخصصة للاستثمار... إلخ"³، أنه يمكن استخدام تشكيلة واسعة من الأصول الأساسية في هيكل الصكوك، والمتمثلة في الأصول الملموسة (الأعيان المادية)، والمنافع والخدمات المولدة للدخل، والأصول الغير ملموسة (الحقوق المعنوية). كما قد تشمل بعض هياكل إصدارات الصكوك خليطاً من تلك الموجودات ومن الديون والنقود-وفق ضوابط شرعية محددة- ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها، كتشكيل محفظة صكوك مختلطة مخصصة لاستثمار معين، تجمع فيها الديون في الذمم⁴ - الناتجة مثلاً عن تمويل بيع سلعة مرابحة- مع موجودات الإجارة والأسهم المتوافقة مع الشريعة.

تبعاً لذلك يمكن تصنيف هياكل الصكوك على أساس طبيعة ونوع الأصول المستخدمة في عملية الإصدار، وهذا يعم أنواع الصكوك المختلفة، كصكوك المضاربة والمشاركة والإجارة والمرابحة وغيرها، لأن موجودات أي من هذه الصكوك والتي تكون متوافقة مع الشريعة لا تخرج عن المذكور من أنواع الموجودات، وهنا نلاحظ كيف أن هذا التصنيف يتداخل لا محالة مع التصنيفين السابقين (تصنيف الصكوك على أساس العقود الشرعية، وتصنيف الصكوك على أساس الخصائص التجارية والتقنية).

¹ Bursa Malaysia Berhad, **Amendments to the Main Market listing requirements Relating to Stapled Securities and enforcement Proceedings**. Available at <http://www.bursamalaysian.com/mise/system/assets/5717/regulation-rules>.

² Beebee and Marjan, **Op-Cit**, p131.

³ لتفاصيل أكثر أنظر: أيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 471.

⁴ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 377.

وسنحاول من خلال ما سيأتي ذكر أهم أنواع وطبيعة الأصول الأساسية الممكن استخدامها في هيكلية الصكوك، والتي على أساسها تتحدد أنواع الصكوك حسب هذا المعيار، المتمثلة في أهم ما يلي¹:

2-3-1- الأصول المادية (العينية أو الملموسة): يندرج ضمنها الأعيان بأنواعها، كالمباني السكنية، المقرات الاجتماعية (الرئيسية) للشركات والمؤسسات، المستشفيات، المطارات، الموانئ والجسور، وغيرها، والتي تستخدم كأصل حقيقي أساسي في عملية إصدار الصكوك، وتصبح هذه الأخيرة تعبيراً أو تمثيلاً لذلك الأصل الحقيقي.

2-3-2- المنافع والخدمات: فالمنافع - كما تم ذكره سابقاً² - تتعلق بمنافع الأعيان، مثل المنافع المستخلصة من المباني كالعمرات، وكذا الأراضي والأصول الثابتة الأخرى كالمطارات والبواخر، أما الخدمات فتتعلق بما يقدمه الفرد كالتعليم والرعاية الصحية وخدمات الهاتف والانترنت وغيرها، والتي تستخدم كأساس لإصدار صكوك المنافع والخدمات.

2-3-3- الأصول المعنوية (الحقوق المعنوية): وتتمثل في الأصول غير الملموسة (غير مادية) كشهرة المحل، العلامة التجارية، حقوق الاختراع والنشر وقسائم البث التلفزيوني (AIRTIME Voucher)*، وغيرها من الأصول الأخرى غير المادية. وبهذا تمثل صكوك الحقوق المعنوية حصصاً شائعة في ملكية حقوق معنوية، تخول مالكيها منافع، وتحمله مسؤوليات ملكيته منذ إصدارها والاحتساب فيها حتى تاريخ تصفيتها³.

إن المصدر لتلك الصكوك هو بائع حق معنوي (منفعة حق معنوي) والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الحق المعنوي، ويستحق حملة الصكوك عوائد نتيجة إعادة بيع منفعة الحق المعنوي بسعر أعلى من ثمن شرائها، وبذلك يستحق حملة صكوك أرباحاً نتيجة الفرق بين ثمن الشراء وإعادة بيع منفعة الحق المعنوي.

ونرى أن هناك تشابهاً كبيراً بين هذا النوع من الصكوك وصكوك المنافع، ويكمن الاختلاف في تمثيل صكوك الحقوق المعنوية حصصاً شائعة في منفعة أصل معنوي (علامة تجارية، براءة اختراع، حقوق البث التلفزيوني وغيرها)، بينما في صكوك المنافع تمثيل حصصاً شائعة في منفعة أصل مادي (عين)، وعليه نقترح أنه يمكن جعل هذا النوع من الصكوك ضمن أنواع صكوك المنافع.

2-3-4- الديون والذمم المدينة: عملياً تتمثل في الديون مرجوة الأداء المتولدة مثلاً عن أنشطة الرهن العقاري أو الشراء التجاري والتأجير من المؤسسات المالية الإسلامية، حيث تستخدم المبالغ المالية المتأتية من إصدار الصكوك (حصيلة الاكتتاب) لشراء الديون المرجوة الأداء من الحكومات والمؤسسات المالية وغيرها، إن هذا النوع من الأصول المالية (الديون) المستخدم في هيكلية الصكوك شائعاً جداً في ماليزيا، وفيه يعين المستثمرون (حملة الصكوك) المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) وكيلاً عنهم في امتلاك وعاء ديون مرجوة الأداء من الحكومة الماليزية والناشئة عن برنامج التمويل السكني الإسلامي لموظفيها، ما يعني أن الأصول المشتراة من حصيلة الإصدار تتمثل في ديون مرجوة مستحقة على موظفي الحكومة.

¹ بالاعتماد على: منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 364. Beebe and Morjan, Op-Cit, pp 134-135. بتصرف.

² راجع، ص 47.

* AIRTIME Voucher: هي قسيمة بث تلفزيوني تعطي الحق في الحصول والاستفادة من عدد محدد من دقائق البث في قناة بث فضائية معينة على شبكة الانترنت.

³ حامد ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سابق

تجدر الإشارة هنا إلى نقطة مهمة، أن هذا النوع من المعاملة والأصول المالية (الديون) الممثلة بالصكوك تتضمن مخالفة وإشكال شرعي يتعلق ببيع الدين، إلا أن هذه الصكوك قبلت في ماليزيا* وسنغافورة وهونغ كونغ¹، رغم أنه ضمن الخصائص المنصوص عليها في المعيار الشرعي الخاص بالصكوك الاستثمارية الصادر عن أيوفي (AAOIFI)، ينص عن عدم إمكانية إصدار صكوك ممثلة لدين في ذمة المصدر "... أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها"²، لذلك نجد أن هيكل إصدار الصكوك القائمة على الديون والذمم المدينة غير مقبولاً من المستثمرين في الدول العربية، ودول منطقة الشرق الأوسط، إلا إذا كانت الأصول التي تشتريها الشركة ذات الغرض الخاص عينية أو محفظة مكونة من أصول مختلطة.

وهنا لابد من التمييز بين الصكوك المدعومة بديون مرجوة والتي لا يجوز إصدارها ولا تداولها وبين الصكوك المدائنت (البيوع) عندما تتحول فيها ملكية حملتها من سلع إلى ديون بمقدار من النقود، كما هو الشأن في صكوك المراجعة أو من نقود إلى ديون عينية كما هو الحال في صكوك السلم والتي يجوز إصدارها لكنها تخضع لضوابط شرعية خاصة تراعى فيها أحكام التصرف في الديون، حيث لا يجوز تداول صكوك السلم وصكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز تداولها³.

2-3-5- الأصول المختلطة: تتمثل في محفظة استثمارية تمثلها الصكوك تتشكل من مجموعات أو حزم مؤلفة من الأصول الثلاثة الأولى المذكورة في هذا المعيار، وحدها أو إضافة إلى الديون والنقود، شريطة أن تكون الأكثرية من الأصناف الثلاثة الأولى المذكورة أعلاه⁴، وعادة ما تكون حقوق في مشاريع استثمارية.

2-4- تصنيف الصكوك من حيث العائد والمخاطرة

نحاول من خلال هذا المعيار تصنيف الصكوك حسب درجة المخاطرة انطلاقاً من درجة اليقين في الحصول على العائد واسترداد رأس المال. وبهذا الاعتبار يمكن تصنيف الصكوك إلى ما يلي⁵:

2-4-1- صكوك متدنية المخاطر: إن التيقن في الحصول على العائد واسترداد رأس المال هما أهم سمات أدوات الدخل الثابت ذات المخاطر المنخفضة نظير الاستثمار في الأدوات المالية الأخرى خاصة ذات الدخل المتغير، وعندما يتم هيكل الصكوك من خلال عقود البيع والإجارة وكذا العقود المركبة ذات الدخل الثابت، فإن درجة اليقين في حصول العائد واسترداد رأس المال تكون كبيرة، وانطلاقاً من ذلك يندرج تحت هذا المعيار كل من الصكوك ذات العائد الثابت والصكوك المركبة.

أولاً- صكوك العائد الثابت: هناك حوالي ستة أنواع من الصكوك ذات العائد الثابت، وهي صكوك الأصول الثابتة المؤجرة، صكوك المنافع، صكوك الخدمات، صكوك السلم الموازي، وصكوك المراجعة، وصكوك الاستصناع.

1- صكوك الأصول الثابتة المؤجرة: هي صكوك تمثل أصولاً ثابتة مرتبطة بعقد إجارة ذي أجرة دورية ثابتة، ويمكن أن تمثل

هذه الصكوك عقارات موجودة تباع لحملة الصكوك، ثم تستأجر منهم بأجرة ثابتة. كما يمكن إصدار الصكوك لتمثيل ملكية أصول ثابتة سيتم الحصول عليها، إما بعقد الاستصناع أو بعقد البيع من مالكةا، ولا بد هنا أن تتضمن نشرة

* إن بيع الدين هو أمر ترفضه الجماع الفقهيّة، ولا يقره علماء الشريعة، بل إن علماء ماليزيا وبعض دول شرق آسيا كبروناي يعترضون على هذه المعاملة دائماً. وذلك باستثناء عدد قليل جداً ممن اشتهر عليهم بيع الديون الأجلة مع بيع الديون التي استحققت قبل تاريخ البيع. لأن بيع هذه الأخيرة بأقل من قيمتها لا يتضمن أي "ربا تمويلي"، للمزيد من التفاصيل أنظر: منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 290.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 463، وص ص 487-488. بتصرف.

² للمزيد من التفاصيل أنظر: أيوفي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 472.

³ اعتماداً على: أيوفي (AAOIFI)، المرجع السابق، ص 482.

⁴ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 374.

⁵ اعتماداً على: منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 366-370. بتصرف.

الإصدار الوعد الملزم ببيعها لحملة الصكوك من قبل المالك قبل إصدار الصكوك أو من المتعاقد على صناعتها من قبل الشركة الصانعة.

ونلاحظ في صكوك الأصول المؤجرة أن الأجرة ترتبط دائما بتوفير المنفعة، من خلال مبدأ التمكين، فالتمكين مسؤولية مالك الأصل المؤجر أي حملة الصكوك، فإذا لم تتوفر المنفعة فإنه لا تستحق الأجرة عن الفترة التي لا توجد فيها منفعة. الأمر الذي يربط عائد هذه الصكوك بمخاطر يتحملها المستثمر (حملة الصكوك)، وهي مخاطر ترتبط بملكية الأصل الثابت* وهو ما يختلف فيه التمويل الإسلامي وأدواته بما فيها الصكوك ذات الدخل الثابت عن التمويل التقليدي وأدواته ومنها السندات التقليدية.

وعلى الرغم من أن معظم صكوك الأصول المؤجرة التي صدرت خلال العقد الأول من القرن الحالي هي صكوك أصول مؤجرة بأجرة ثابتة، فإن الشريعة تسمح أيضا بإصدار صكوك أصول مؤجرة بأجرة متغيرة ترتبط فيها الأجرة بمؤشر مالي عالمي، كمعدل الفائدة لبيور لفترات سابقة، وبالتالي سنجد صكوك الأعيان المؤجرة ضمن الصكوك ذات العائد المتغير أيضا.

2- صكوك المنافع: تمثل هذه الصكوك وحدات متماثلة من منافع ثابتة محددة موصوفة في ذمة الجهة المصدرة، يتم استيفائها خلال مدة زمنية لاحقة، وتستعمل حصيلة هذه الصكوك عادة في بناء الأصل الثابت الذي سينتج هذه المنافع**. وإذا كانت عوائد صكوك المنافع ثابتة، من حيث إنها تمثل ملكية لمقدار محدد ثابت من المنفعة، فإنها يمكن أيضا أن يُنظر إليها على أنها متغيرة من حيث سعر هذه المنفعة في السوق، فمثلا إذا زاد الطلب على الغرف الفندقية التي تمثل الصكوك منافعها، فإن أسعار هذه المنافع ستزداد في السوق. وعندئذ يمكن لحامل صكوك المنافع أن يبيع الصك ببيع أسعار السوق الذي زاد عن الثمن الذي دفعه، وعكس ذلك إذا انخفض الطلب على هذه المنافع - كما أنه يمكن بيع أجزاء من المنافع- في شكل قسيمات يمثلها الصك واحد، كأن يبيع حامل الصك منفعة سنة واحدة أو أكثر من المنافع التي يمثلها الصك.

3- صكوك الخدمات: تمثل صكوك الخدمات منافع مستخلصة من موجودات أو أصول ثابتة مضافا إليها الخدمات المقدمة من طرف العنصر البشري الذي يساعد في إنتاج هذه الخدمات. ومثالا على ذلك صكوك الخدمات التعليمية أو الخدمات الصحية أو خدمات الهاتف والانترنت، فهي خدمات لا يكفي لإنتاجها توفر الأصل الثابت وحده، وإنما لا بد من إضافة العنصر البشري أيضا. وبهذا لا تختلف صكوك الخدمات عن صكوك المنافع من حيث تحديد العائد، وخصائصها الاقتصادية والمالية، وهي تتأثر أيضا بعوامل العرض والطلب في كيفية تحديد أسعارها في السوق المالية.

4- صكوك السلم الموازي: عادة ما ترتبط صكوك السلم بالسلم الموازي أو بالوعد الملزم بالشرء من طرف ثالث، إذ لا بد من مخرج يؤمن لحامل الصك عائدا مناسباً، ويشكل فارق الثمن بين السلم الأول والسلم الثاني أو الوعد البديل له الربح الثابت لحملة الصكوك. فصكوك السلم إذن تتضمن ربحاً ثابتاً، ولكنها غير قابلة للتداول ولا للتسعير السوقي (القيمة السوقية) لأنها تمثل ديونا عينية على بائع السلم، أو نقدية على المشتري في عقد السلم الثاني.

* إن هذا النوع من المخاطر هو مما يمكن التحوط منه بنقله من خلال التأمين عليه في العادة لدى شركات التأمين التكافلي.

** لا تتضمن صكوك المنافع شرطا بتملك الأصول المنتجة للمنافع من قبل المصدر خلال فترة من الزمن، لأن هذه الصكوك تنقضي بطبيعتها بانتهاء الفترة الزمنية المحددة لاستيفاء هذه المنافع، فلو صدرت صكوكا تمثل منفعة غرفة فندقية لمدة أسبوعين في السنة على مدى 20 سنة مثلا تبدأ من أول عام 2011م وتنتهي بعام 2030- فإن هذه الصكوك ستقضي عند نهاية عام 2030.

5- **صكوك المراجحة للأمر بشرائها:** نلاحظ أن بضاعة المراجحة تباع فور استلامها إلى الأمر بالشراء، وذلك بناءً على الوعد الذي تمت على أساسه عملية الشراء نفسها، معنى ذلك أن صكوك المراجحة سبداً بكونها ممثلة للنقود التي يدفعها حملة الصكوك للمصدر، ثم تمثل بضاعة عينية لفترة قصيرة، ثم تصبح ممثلة للدين المستحق على الأمر بالشراء بعد عقد البيع الثاني في المراجحة، ويتألف هذا الدين من رأس مال المراجحة (حصيلة الاكتتاب في الصكوك) مضافاً إليه ربحاً ثابتاً مقطوعاً.

6- **صكوك الاستصناع:** تمثل صكوك الاستصناع إنشاءات حقيقية قيد البناء أو الإنجاز أو بعد أن يكتمل بناؤها أو إنجازها، ولكنها مرتبطة بوعد ملزم يتضمن ربحاً ثابتاً محددًا، وهي قابلة للتداول (في حالة تحول حصيلة الاكتتاب إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك) لأنها تمثل إنشاءات حقيقية على الرغم من العائد الثابت الذي ترتبط به.

ثانياً- الصكوك المركبة: ينظر الكثيرون من أهل الصناعة والاختصاص للصكوك على أنها البديل الشرعي للسندات التقليدية، لذلك عادة ما يتم التقريب بينهما في بعض الخصائص والمزايا منها العائد الثابت والدوري¹، ولكن عندما تستخدم العقود الشراكة (المشاركة، المضاربة، الوكالة) لهيكل الصكوك، يكون هناك تحدي في كيفية جعل دخلها ثابتاً ومتوافقاً متطلبات الشريعة، خاصة وأن أحكام الشريعة لا تجيز ضمان رأس المال والعائد في هذه الأدوات، لذلك كان لابد من إيجاد آلية تسمح بضمان رأس المال والربح، أو على الأقل اتخاذ الإجراءات اللازمة لضمان رأس المال أو للحيلولة دون خسارته ونقصانه.

ومن هنا جاءت فكرة هيكل الصكوك المركبة من المراجحة والمضاربة. والغرض الأساسي منها، هو حماية رأس مال الصكوك، أو الوصول إلى ضمان المصدر لرأس مال الصكوك. وتطور الأمر إلى أن تكون هذه الهيكل أداة لضمان رأس المال والربح²، وبهذا فإن هيكل الصكوك على هذا النحو يكون جذاباً للمستثمرين الذين يعتبرونها ماثلة للسندات التقليدية من حيث هيكله المخاطر³.

ومن هياكل الصكوك المركبة من المراجحة والمضاربة، نجد نوعان⁴:

1- هياكل لحماية رأس المال فقط: وتتم حماية رأس المال من خلال إجراء عقد مراجحة مع المصدر، وتختلف الهياكل من

حيث الاقتصار على عملية مراجحة واحدة أو عمليات مراجحة متعددة لتحقيق حماية رأس المال، وعلى هذا فإن التطبيقات بحسب ذلك يمكن تصنيفها إلى نوعين:

- أ- صكوك يتم فيها إجراء عقد مراجحة واحد، ويكون هذا العقد طويل الأجل، ويتم من خلال زيادة ربح المراجحة لتغطية إجمالي قيمة الاكتتاب، ويكون توزيع الأرباح في التوزيعات الدورية من خلال عقد المضاربة.
- ب- صكوك يتم فيها إجراء مجموعة من عقود المراجحة مع المصدر - اثنان أو أكثر - يتم من خلالها تغطية إجمالي قيمة الاكتتاب، ويكون توزيع الأرباح في التوزيعات الدورية من خلال عقد المضاربة.

يلاحظ أن هذا النوع من هيكل الصكوك عدم استحواذ المضارب (المصدر) بربح المضاربة -غالباً-، بخلاف الإصدارات القائمة على النوع الثاني الآتي ذكره.

¹ فيصل الشمري، مسائل فقهية في الصكوك، مرجع سابق، ص 33.

² المرجع السابق.

³ موسى عيسى، صكوك الجمع بين المضاربة والمراجحة، مرجع سابق، ص 175.

⁴ فيصل الشمري، مسائل فقهية في الصكوك، مرجع سابق، ص 33-34.

2- هياكل لحماية رأس المال والربح: وتتم حماية رأس المال من خلال إجراء مجموعة من عقود المراجحة، جزء منها لحماية رأس المال، والآخر لحماية الربح، وعادة ما يتم تقسيم الجزء المخصص لعمليات المراجحة المتمثل بـ 49% من إجمالي قيمة الاكتتاب على النحو الآتي:

- أ- 51% من المبلغ لعمليات المراجحة يستخدم في عملية مراجحة طويلة الأجل مع المصدر، ويتم من خلال هذه المراجحة تغطية إجمالي قيمة الاكتتاب دون ربحها.
- ب- عمليات مراجحة متعددة، تكون قصيرة الأجل، متوافقة مع فترات التوزيع الدوري- عادة-، يتم من خلالها تغطية التوزيعات الدورية.

بناء على ما سبق نرى أن الصكوك المركبة من مضاربة ومراجحة تعد من الصكوك متدنية المخاطر، نظراً لما تتميز به من مرونة وترتيبات لإدارة مخاطر الاستثمار من خلال تضمين المضارب (المصدر) رأس مال المضاربة وربحها يجعل ربح المراجحة يغطي - كونه مساوياً- لحصيلة اكتتاب صكوك المضاربة وعوائدها الدورية.

2-4-2- صكوك ذات مخاطر: يتضمن هذا الاعتبار الصكوك التي تولد تدفقا نقديا معتبراً، إذ نعتبرها أعلى مخاطرة من الصكوك ذات العائد الثابت والصكوك المركبة، نظراً لعدم اليقين في الحصول على العائد واسترداد رأس المال، من أهم أنواع الصكوك ذات العائد المتغير في الواقع العملي، صكوك الإجارة التي يرتبط فيها العائد بمؤشر خارجي يتمثل عادة في مؤشر سعر الفائدة لـ "LIBOR".

فكرة هذه الصكوك أن تعقد الإجارة لمدة قصيرة، ولتكن ربع أو نصف سنوية مع شرط التجديد كل ربع أو نصف سنة بأجرة جديدة تحدد بالاستناد إلى قيمة المؤشر في اليوم السابق لتاريخ التجديد، ويرى منذر قحف أن من المهم أن المؤشر الذي يرتبط به العائد المتغير لصكوك الأصول الثابتة المؤجرة ينبغي أن يكون خارجاً أن طرفي العقد بصورة كاملة، بحيث لا يستطيع أحدهما أن يؤثر على قيمة هذا المؤشر الخارجي.

كما أن هناك ثلاثة أنواع أخرى تدخل ضمن الصكوك ذات العائد المتغير، وهي صكوك المشاركات من مضاربة ومشاركة بالربح والخسارة وصكوك المشاركة بالإيراد الإجمالي (الصكوك الزراعية) -وقد تمت الإشارة لها سلفاً*-، وتُجدر الإشارة إن صكوك المشاركة بالإيراد الإجمالي تعتبر من وجهة نظر المستثمر أقل مخاطرة بالمقارنة مع صكوك المشاركة أو المضاربة، وذلك لأن احتمال وجود إيراد إجمالي هو أكبر بكثير من احتمال وجود ربح صافي في أي دورة محاسبية لأعمال المؤسسة المنتجة التي أصدرت الصكوك¹.

أما بالنسبة للصكوك الوكالة تصنف من وجهة نظر المستثمرين ضمن الصكوك ذات مخاطرة، فهي غير مضمونة العائد ورأس المال لأنها قائمة على الشراكة فيما بينهم، بينما من وجهة نظر المصدر بصفته وكيلاً بأجر مقطوع، أو بنسبة من رأس المال، فتعد ضمن الصكوك متدنية المخاطر، لأنها ذات عائد ثابت محدد سلفاً.

* راجع، ص ص 43-46

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 371-373

3- المبحث الثالث: تحديات وقضايا صناعة الصكوك الإسلامية وآفاقها المستقبلية

تواجه الصكوك وسوقها بصفتها صناعة متخصصة تحديات وقضايا كبيرة، يتعين معالجتها للحفاظ على استمرار تطورها في المستقبل؛ وتحدد الطريقة التي تستجيب فيها الصناعة لهذه التحديات على ما إذا كانت ستصبح بديلاً لسندات التقليدية في الأسواق المالية.

لذلك جاء هذا المبحث ليقدم نظرة عن أبرز التحديات والقضايا التقنية التي تواجه صناعة الصكوك وسوقها وتزيد من تعرضه للمخاطر.

ينقسم هذا المبحث إلى ثلاثة محاور، يناقش الأول تحديات صناعة الصكوك الإسلامية؛ في حين يدرس الثاني القضايا التقنية التي تعترض سوق الصكوك، ولكي تتمتع صناعة الصكوك بمستقبل أفضل، جاء المحور الثالث ليستعرض أهم ما ينبغي أن يوضع ضمن الآفاق المستقبلية لمنظري المالية الإسلامية إذا رأوا تطويراً لصناعة الصكوك وسوقها.

3-1-1 تحديات صناعة الصكوك الإسلامية

لا شك بأن مسيرة صناعة الصكوك قد حققت نجاحات كبيرة، إلا أنها تواجه كسائر منتجات الصناعة المالية الإسلامية تحديات وإشكالات عملية متعددة متداخلة ووثيقة الصلة ببعضها البعض، قد تحد من كفاءتها الاقتصادية وتعيق تطورها ونموها في المستقبل، يمكن استعراض أهم هذه التحديات من خلال ما يأتي:

3-1-1-1 تحديات تضارب الفتاوى في صناعة الصكوك الإسلامية

إن من أهم التحديات التي تواجه الصكوك الاختلافات والخلافات الشرعية على مستويات متعددة، ناتجة في الأساس عن تضارب الفتاوى في المالية الإسلامية، ومن أهمها¹:

أولاً- تضارب الفتاوى على المستوى المحلي: يتمثل ذلك في وجود فتاوى مختلفة صادرة عنه هيئات شرعية من دولة واحدة، ومثال ذلك: أن من الهيئات الشرعية من يميز للمصدر الوعد بشراء أصول الصكوك من حملتها عند إطفائها؛ ومن الهيئات من لا يميز ذلك، ولكن من يميز ذلك بعضهم يميزه بسعر السوق عند الشراء فقط وبعضهم يميزه بسعر متفق عليه عند صدور الوعد، ومن يميز بسعر متفق عليه بعضهم يميز أن يكون بنفس ثمن البيع وبعضهم لا يميز ذلك إلا أن يكون بسعر مختلف. ومن أجاز كل ذلك بعضهم يقتصر على صكوك الإجارة والبعض الآخر يميزه على البعض من هياكل الصكوك الأخرى. وكل هذه الفتاوى في بعض الأحيان نجد لها صادرة من الهيئات الشرعية التابعة للمؤسسات المالية الإسلامية من دولة واحدة.

ثانياً- تضارب الفتاوى على المستوى الإقليمي: يتمثل ذلك في إصدار فتاوى متعارضة في دولتين قد تكون متجاورتين، مثل تعارض الفتاوى الصادرة من ماليزيا مع فتاوى صادرة من اندونيسيا أو من دول مجلس التعاون الخليجي، مثلاً على ذلك جواز بيع العينة والعمل بها في المؤسسات المالية الإسلامية الماليزية لصحتها عند المذهب الشافعي، بينما عدم جواز بيع العينة في اندونيسيا وفي دول الخليج وفي سوق رأس المال الإسلامي الدولي.

ثالثاً- تضارب الفتاوى على المستوى الدولي: قد يكون التضارب على المستوى الدولي بحيث تصدر فتاوى مختلفة الحكم والمغزى من دولة إلى أخرى مثل اختلاف فتاوى بشأن المالية الإسلامية من الهيئات الشرعية العليا من بلد إلى آخر؛ مثل الفتوى بجواز بيع

¹ محمد أكرم لال الدين، وسعيد أديكونلي ميكائل، تحديات عمليات إصدار الصكوك "دراسة استكشافية تحليلية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة: "الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، الجمعية التونسية للاقتصاد الإسلامي بتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRA)، تونس، 28-29 مارس 2015م.

العينة وبيع الدين في السوق الثانوي والعمل ببيع الدين لمن عليه الدين ولغيره، بينما عدم جواز كلا البيعتين في دول الشرق الأوسط.

رابعا- تضارب الفتاوى على المستوى الهيئات الشرعية الدولية*: كما وقع في قضية اعتبار الغلبة والكثرة والتبعية فيما تمثله موجودات الصكوك. فاعتبر مجمع الفقه الدولي الغلبة (IIFA) كما أثبت في دورته الرابعة قرار رقم (5): "إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتزاعى في التداول الأحكام الشرعية؛ بينما أخذت الهيئة الشرعية الموحدة للبركة باعتبار الكثرة مقدرة في الثلث، حيث قالت: "لا يؤثر على مشروعية الاكتتاب في الإصدار أو تداول أسهمه أو استردادها كون بعض موجودات الإصدار نقوداً أو ديوناً نشأت عن مراجعات أو بيوعا وقعت قبل الاكتتاب ما دامت تلك النقود أو الديون تابعة للأعيان الكثيرة التي اشتمل عليها الإصدار والنقود، والديون هنا غير مقصودة"؛ واعتبرت بعض الهيئات الشرعية مبدأ مراعاة التبعية للأعيان المنافع. ومستندهم قاعدة: "التابع تابع".

عموماً، فإن من أهم المسائل الشرعية التي وقع فيها الخلاف بشأن عملية إصدار الصكوك بين مختلف المستويات، ما يأتي:

❖ بيع الدين: تداول الدين في السوق الثانوية؛

❖ الوعد الملزم؛

❖ قابلية الأصول للتداول: موجودات الصكوك؛

❖ تملك الأصول ملكاً يمنح المالك التصرف المطلق؛

❖ تملك أصول ملكية الانتفاع؛

❖ ضمان حملة الصكوك؛

❖ عدم المساواة بين الشركاء (حملة الصكوك) في كل من الصكوك التبعية (Subordinate Sukuk) والصكوك

المتبوعة (Senior-Sukuk). وذلك لأنّ الشريك في الصكوك التبعية يحصل على عائد أعلى مقابل مخاطرة

أعلى. والصكوك المتبوعة تمنح أدنى عائد ومخاطر أقل. والتكيز في عدم التساوي جاء من جانب تسهيل أو

إطفاء الشركة حيث كان لحملة الصكوك في الصكوك المتبوعة الأولوية في الحصول على أموالهم كاملة قبل حملة

الصكوك التبعية. وتمّ تكييف ذلك على التنازل المسبق.

❖ اعتبار الغلبة والكثرة فيما اشتملت عليه موجودات الصكوك؛

❖ أخذ عمولة استرداد الصكوك.

ومن الآثار المترتبة عن تحديات تعارض الفتاوى والاجتهادات الفقهية على صناعة الصكوك منها ما يأتي¹:

✓ **اختلاف المعايير الشرعية:** بشكل عام يترتب على اختلاف الفتاوى اختلاف المعايير الشرعية الحاكمة للمنتجات

المالية الإسلامية وعلى رأسها الصكوك؛ حيث نجد أن هناك اختلاف في المعايير الشرعية المستخدمة في إصدار

الصكوك من قبل الهيئة الشرعية الماليزية عن المعايير الشرعية الصادرة من قبل الهيئات الشرعية في الدول العربية.

وقد تترتب على اختلاف المعايير الشرعية إشكاليات والتي تعد من التحديات المعاصرة لسوق الصكوك، منها:

* تقصد بالهيئات الشرعية الدولية مثل: هيئة أيوفي (AAOIFI)، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB).

¹ محمد لال الدين، وسعيد ميكائل، تحديات عمليات إصدار الصكوك، مرجع سابق.

أ- إشكاليات التسويق: من الإشكاليات المترتبة على اختلاف المعايير الشرعية بشأن إصدار الصكوك صعوبة التسويق، وذلك لأنّ الصكوك تباع وتشتري من قبل المؤسسات المالية الإسلامية إذ لا بدّ من موافقة الهيئة الشرعية لتسويق الصكوك، وموافقته بناء على المعايير والضوابط الشرعية الصادرة من الهيئة الشرعية التابعة للمؤسسة. وإذا نصّت المعايير أنّها لا تجوز فتسويق الصكوك كذلك غير جائز لأن الصكوك أصبحت غير جائزة؛ وإذا لم يعترف القانون المحلي بالصكوك لا يمكن تسويقها داخل ذلك البلد ونحوه من البلدان وخصوصاً إذا كانت الصكوك السيادية.

ب- إشكاليات التقاضي في المحاكم: يترتب على وقوع الخلاف بين الهيئات الشرعية والمعايير الشرعية إشكاليات المرجعية عند التقاضي في المحاكم المحلية والإقليمية والدولية لأن المعايير إذا تباينت والقوانين إذا اختلفت من غير الممكن توقع ما ستلتجئ إليه المحاكم والقضاء في حال الاختلاف المتباين.

ج- إشكاليات عدم الانضباط وزيادة المخاطر: وهذه الإشكالية تظهر نتيجة اختلاف المعايير الشرعية والقوانين إلى عدم الالتزام أحد الأطراف بأحكام الاتفاقيات والعقود، خاصة إذا وجدت في القضاء احتمال أن يعطيها المزيد من المكاسب. كما يؤدي ارتفاع المخاطر إلى زيادة التكاليف أيضاً لأنّ كلّ طرف من أطراف المعاملة يريد عائداً مقابلاً لمعدّل المخاطر.

د- إشكاليات التكاليف الإضافية: هذه الإشكالية تظهر إذا لم تعترف البيئة القانونية والتنظيمية بعملية إصدار الصكوك والهيكل والمتطلبات الشرعية اللازمة لإصدار الصكوك. وتحمل تكاليف إضافية إذا لم تدعم البيئة التنظيمية لسوق الصكوك. كذلك تقيد تنمية سوق الصكوك بالمتطلبات الضريبية إذا حصل تضارب بين متطلبات التمويل الإسلامي بالضريبة.

3-1-2- إشكالية الملكية في الصكوك: رغم تأكيد الجهات المنظرة للصكوك والمنظمة لسوقه على ضرورة الالتزام بالضوابط الشرعية، كون الهدف من الصكوك هو إصدار أوراق مالية تمثل ملكية في موجودات أو مشروع مدر للدخل وليس دين مضمون القيمة والعائد ومعدوم المخاطر، غير أنه وبحكم محاولة الجهات المصدرة للصكوك تحقيق الفوائد التي سعت السندات التقليدية إلى تحقيقها تعرضت الكثير من إصداراتها للنقد من حيث التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، وتحقيق مقاصد الشريعة المالية في مثل هذه الإصدارات، وأهم نقد وجه لهذه الصكوك تناول موضوع حقيقة ملكية حملة الصكوك للأصول¹. والإشكالية بالنسبة لمسائل الملكية في الصكوك تتمثل في جانبين²:

- الجانب الأول: أن تكون الموجودات محل الصكوك المعقود عليها قابلة لعقد البيع، أو الإجارة حسب القانون المحلي الذي يقع فيه المعقود عليه.
- الجانب الثاني: أن تسجل الموجودات محل الصكوك تسجيلاً قانونياً. والأصل أن يمتلك حملة الصكوك موجودات ملكية قانونية وفعلية. لكن تطبق غالباً الملكية النفعية (أو الملكية العدلية) نظراً لطبيعة موجودات الصكوك حيث يصعب خضوعها لنقل ملكيتها لحملة الصكوك، وذلك لما يترتب عليه من إمكانية تفويت المصالح العامة أو مراعاة لأسباب قانونية أو إجرائية أو ضريبية.

¹ سعيد بوهرارة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 147.

² محمد لال الدين، وسعيد ميكائل، تحديات عمليات إصدار الصكوك، مرجع سابق.

ولتوضيح إشكالية ملكية حملة الصكوك للأصول لأكثر، سيتم تناولها من جانب هيكلية الصكوك وفق معيار ملكية الأصول. تبعا لذلك فإنها تنقسم إلى نوعين رئيسيين، هما:

1- ملكية حملة الصكوك المدعومة بالأصول: وفيها يتمتع حملتها بملكية حقيقية للأصول محل عملية

الإصدار نتيجة بيع حقيقي لهذه الأصول، كما يرجعون إلى الأصول في حالة تعثر المصدر عن السداد أو صار معسراً، وهو ما يجنبهم المخاطرة التي يتعرضون لها من خلال السيطرة على الأصول، ومن ثم تحقيق القيمة منها.

2- ملكية حملة الصكوك القائمة على الأصول: في هذه الحالة تكون ملكية الموجودات نفعية، وتعتمد

على تعهد منشئ الصكوك بشرائها من المصدر عند حلول الأجل، أو بالتراضي على أجل مبكر بقيمة يتفقان عليها وهي غالباً مساوية للقيمة الاسمية للصك، وفي هذه الحالة لا يكون لحملة الصكوك أي حق على الأصول، وإنما يعتمدون كلياً على المنشئ وجدارته الائتمانية في الدفع، وعليه فإذا لم يستطيع المنشئ الوفاء بالتزاماته بإعادة شراء الأصول، فلن يكون حملة الصكوك في موقف تفضيلي على باقي الدائنين، ولن يكونوا أيضاً في موقف أضعف من الدائنين غير المضمونين¹.

بناءً على ما سبق فإن ملكية حملة الصكوك المدعومة بالأصول تقتضي التحويل الكامل للملكية القانونية للأصول محل العقد لهم؛ أما الصكوك القائمة على الأصول فتقتضي تحويل ملكية المنفعة لحملة الصكوك والرجوع على المنشئ أو المصدر عن طريق ضمان تسديد المستحقات وليس على الأصول، ومن هذه الأخيرة أثرت إشكالية حقيقة ملكية حملة الصكوك القائمة على الأصول. إذ تعد الملكية النفعية في القانون البريطاني وإن كانت ملكية غير قانونية، فإنها تعطي صاحبها مزايا الملكية الحقيقية على الرغم من أن الأصول مسجلة باسم جهة أخرى، كما تعطي صاحبها كامل الحق في التمتع بالأصول محل الملكية، وتجعل المالك النفعي مالكاً حقيقياً يتحمل تبعات الملكية الحقيقية.

غير أن الواقع يشير إلى عدم تحقق انتقال الملكية في جل الصكوك القائمة على الأصول منذ أول إصدار لها، وباعتبارها تمثل غالبية الصكوك التي تم إصدارها، نتيجة فحص قام بإجرائه مجموعة من الخبراء والمختصين في الصناعة المالية ممن لهم إلمام بإصدار الصكوك، حيث تبين أن بنود نشرات إصدار الصكوك وعقودها وإن كانت تنص على أن حامل الصك هو مالك لمنفعة موجودات الصكوك، فإنها في البند المعنون بـ(عوامل المخاطر) ينص على أنه ليس ثمة انتقال فعلي لملكية الصكوك من المنشئ إلى حملة الصكوك، وأن ما تم إنما هو مجرد انتقال اسمي أو رمزي (Nominal Transfer) لملكية منفعة الأصول وليس ملكية الأصول نفسها، هو ما تؤكد كذلك تعريفات مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) وموديز (Moody's) والوكالة المالية للتصنيف (MARC) والتي تشير إلى عدم تحقق انتقال الملكية في الصكوك القائمة على الأصول، أو الانتقال يكون للملكية النفعية دون القانونية²، ومن أبرز ما يؤكد على ذلك ما يأتي³:

¹ سعيد بوهراوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 147-148.

² الجمعية التونسية للاقتصاد الإسلامي، ورقة عرض الأبحاث المقدمة لندوة: الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمطلبات القانونية والحاسبية، بتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRAI)، تونس، 28-29 مارس 2015م، ص ص 21-22.

³ المرجع السابق، ص ص 22-23. وسعيدة بوهراوة وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص ص 149-150.

✓ أن موجودات الصكوك تبقى مسجلة في الميزانية العمومية والقوائم المالية للمنشئ، وهذا دليل من ناحية القانونية على استمرار ملكية هذه الموجودات من قبل المنشئ، وهو ما يعني أنه في حالة إفلاسه، فإنه لن يكون لحملة الصكوك أفضلية على الآخرين، وعليه يتساوى من الناحية القانونية الدائون مع حملة الصكوك القائمة على الأصول؛

✓ غالبية نشرات إصدار (العقد) الصكوك القائمة على الأصول التي تم فحصها تنص عادة في بند قسم المخاطر على أن انتقال الملكية من المنشئ إلى حملة الصكوك لم يتم؛
 ✓ لا يوجد الاجتهاد الواجب أو العناية الواجبة* في بنود نشرة الإصدار المتعلقة بالمالك للأصول بعد إصدار الصكوك؛

✓ يفرض المنشئ أو المصدر قيوداً على حملة الصكوك فيما يتعلق بالتصرف في الأصول، وهي تخالف الشروط المحاسبية المنصوص عليها في المعايير المحاسبية الأمريكية وكذا البريطانية، والتي تعد غالباً محل الاحتكام القضائي عند النزاع للبيع الحقيقي للأصول محل إصدار الصكوك أو حتى النفعي بالنسبة للقانون العام. وقد أظهرت هذه القيود حقيقية العلاقة بين حملة الصكوك والأصول؛

✓ لا يوجد الاجتهاد الواجب أو العناية الواجبة بجدوى المشروع الاقتصادية. فليس ثمة بحث في المشروع وجدواه الاقتصادية، وتقديرات عوائده، وإنما فيه نص على الفائدة التقريبية للعوائد وهي عادة تعتمد على (الليبور Libor) في تقدير النسبة، وإن زادت أخذها المصدر أو المدير كحافز، وإن نقصت قدم المصدر أو المدير قرضاً حسناً يسترد، ولا يشترط أن تأتي التدفقات المالية من مشروع الصكوك، بل ولا يسأل حملة الصكوك المنشئ أو المصدر عن المشروع وموجودات الصكوك أساساً ولا يهتمون به، وهذا الأمر يدل أن المعاملة تعتمد على الوعد بالشراء زائد الربح الدوري في عوائد الصكوك، وهو ما يجعل البحث عن جدوى المشروع بدلاً عن المركز المالي للمنشئ أو المصدر غير مجدية؛

✓ النص في نشرة الإصدار على أنه يحق للمستأجر (المصدر) في حالة صكوك الإجارة تملك الأصول المملوكة لحملة الصكوك وإعطائهم أصولاً أخرى مماثلة في القيمة، وهو ما يجعل الأصول المثلثة بالصكوك أقرب إلى الرهن لضمان تسديد مستحقاته.

وتجدر الإشارة أن المشكلة ليست في الملكية النفعية كما ينص عليها القانون البريطاني، وإنما في منع تصرف المالك النفعي في الأصول، كون هذا المنع يخالف مبادئ القانون الخاص بهذا النوع من الملكية¹.

وفي سياق هذا الإشكال القائم حول ملكية موجودات الصكوك، عقدت الأكاديمية الشرعية للبحوث الشرعية (إسرا ISRA) بماليزيا في المؤتمر العالمي التاسع لبحث موضوع الملكية من منظور شرعي وقانوني وتوصل المشاركون إلى نتائج مهمة، من أبرزها²:

* يقصد بالاجتهاد الواجب أو العناية الواجبة (Due Diligence): الاستقصاء الذي يقوم به مشتر محتمل قبل اتخاذ القرار بالشراء أو بالاستثمار، أو كما هو في الولايات المتحدة عبارة عن استقصاء يقوم به تاجر أو سمسار قبل أن يبيع للمستثمرين أوراقاً مالية مصدرية. أنظر: ستاندار أند بوزز (Standard & Poor's)، التمويل المنظم مسرد مصطلحات عمليات التوريق، متاح على الرابط: <https://glossarissimo.wordpress.com/2013/12/24/ar-en-pdf-structured-finance-securitization-glossary>، تاريخ التحميل: 2014/02/03، ص 13.

¹ سعيد بوهراوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 150.

² اعتماداً على: الجمعية التونسية للاقتصاد الإسلامي، ورقة عرض الأبحاث، مرجع سابق، ص 25-26، وسعيد بوهراوة، وحسين سعيد، المرجع السابق، ص 150.

- الملكية في الشريعة تسمح لصاحبها التصرف إلا لمانع، وتحقق بملك للعين والمنفعة معاً، وملك للعين دون المنفعة، وملك المنفعة دون العين، وملك الانتفاع، وعليه فالملكية النفعية أو العدمية تتفق وتعريف الملكية في الشريعة الإسلامية؛
- تطبيق الملكية النفعية في بيئة قانونية لا تعترف بهذه الملكية يعد مخاطرة على المؤسسات المالية الإسلامية يجب تجنبها منه؛
- يجب الاحتراز من جعل الملكية النفعية مدخلاً للتحايل على أحكام الشريعة الإسلامية وعلى القانون؛
- الواجب في المنتجات المالية الإسلامية مثل: الصكوك والأسهم والمراحة والإجارة المنتهية بالتمليك ونحوها أن تسجل بأسماء مالكيها الحقيقيين وإذا لم يتم ذلك لاعتبارات قانونية، فإنها لا بد من توافر الشروط والضوابط الشرعية الآتية:
 - ✓ ألا يكون من باب التحايل أو ذريعة للوصول إلى القرض بفائدة؛
 - ✓ ألا يترتب على عدم التسجيل ضياع حقوق المالكين الحقيقيين؛
 - ✓ ألا يترتب على عدم التسجيل حرمان المالك الحقيقي نتائج ملكيته من الربح أو الخسارة (الغرم بالغنم).

3-1-3- التحديات القانونية والرقابية: من التحديات القانونية والتنظيمية في صناعة الصكوك أهم ما يلي¹:

أولاً-التحديات القانونية: تضارب القوانين في قضية الملكية القانونية والملكية النفعية وصعوبة تطبيق مبدأ الملكية النفعية في بعض القوانين. الأمر الذي أدى إلى عدم الاعتراف بالملكية النفعية في القانون المدني لبعض الدول كما هو الحال في الكيبك (QUEBEC) بكندا.

ثانياً-التحديات الرقابية: من التحديات التنظيمية والرقابية عدم اعتراف بعض القوانين بالصكوك وطبيعتها الاستثمارية، وحتى بالنسبة للجهات الرقابية التي يتضمن نظامها الرقابي سوق رأس مال إسلامي نجد غياب إدراج لجميع المتطلبات الشرعية ضمن أنظمتها الرقابية والقانونية والاقتصار على الموافقة الشرعية فقط، دون الاهتمام بطبيعة العقود الشرعية وخصائصها سواءً كان العقد يتعلق بعقود المدائبات أم بعقود المشاركات.

كما نجد أن بعض البيئات التنظيمية والرقابية في بعض الدول لا تساهم في تطوير سوق إصدارات الصكوك لديها؛ فمثلاً في اندونيسيا النظام القانوني الناظم للأوراق المالية يناسب إصدارات صكوك المدائبات فقط؛ بينما نجد أن النظام السائد في دولة الكويت هو إصدار الصكوك من مؤسسات مالية خارجية (OFF-SHORE)، وذلك لعدم وجود الإطار القانوني الذي تستند إليه عملية إصدار الصكوك داخل الدولة ولم يسمح هذا النظام حتى بعد تعديله بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV) ولم يوجه التنظيم المناسب للآليات المالية الإسلامية مثل الصكوك.

كما أنه يظهر جلياً من خلال تتبع أنظمة وقوانين بعض الدول الحاضنة لصناعة الصكوك اعتمادها على أنظمة ولوائح تنظيم آليات إصدار الصكوك أو كحد أدنى أدخلت تعديلات تنظيمية وضرورية على قوانينها لتدعم تطوير سوق الصكوك، كان لها الأثر الإيجابي البالغ في نمو وتوسع حجم الإصدارات فيها

وإن من آثار التحديات القانونية والتنظيمية والرقابية التي تواجهها الصكوك، أهم ما يلي²:

¹ محمد لال الدين، وسعيد ميكائل، تحديات عمليات إصدار الصكوك، مرجع سابق.

² سعيد بوهراوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 169. بتصرف

- إن غياب الإطار التشريعي والمنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك يشكل عائقاً وتحدياً رئيساً في تطور ونمو صناعة الصكوك؛
- تعامل المحاكم النظامية في بعض الدول العربية والغربية مع حملة الصكوك بصفتهم دائنين وليس مالكين للأصول قياساً على السندات، يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول؛ إضافة إلى تضارب القوانين في قضية الملكية القانونية والملكية النفعية، وصعوبة تطبيق مبدأ الملكية النفعية في بعض القوانين ومن ثم عدم قبولها قضائياً في بعض البلدان، هذه القضايا يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها.
- وعليه لنجاح الصكوك وتحقيق الغايات المأمولة منها يقتضي مراعاة الجهات الرقابية والتنظيمية في الدول التي تصدر فيها خصوصيتها كأداة ملكية في جميع المراحل التي يمر به الإصدار والتسجيل والإيداع والإدراج والتداول والإطفاء، وهذا يتطلب وجود قانون وأنظمة وتعليمات للصكوك تأخذ في الاعتبار جميع الأمور المتعلقة بالصكوك، إضافة إلى تحقق ملكية حملة الصكوك للأصول مع ضبط الإجراءات اللازمة لذلك¹.
- 3-1-4- تحديات المتطلبات التسويقية والتنافسية:** يتمثل هذا النوع من التحديات في إصدار الصكوك بناءً على المتطلبات التسويقية والتنافسية والتوفيق بينها والمتطلبات الشرعية. فالصكوك أداة ملكية وبدل شرعي عن السندات التقليدية، لذلك تواجه تحديات تنافسية في عملية التسويق والبيع لأن المستثمرين يبحثون عادة عن أدوات مالية مضمونة رأس المال والعوائد، وهاتان الخاصيتان غير متوفرين في الصكوك².
- ولإصدار صكوك تفي بالمتطلبات التسويقية والتنافسية ومتوافقة مع الأحكام الشرعية لجأت معظم الهيئات الشرعية إلى المخارج الشرعية ومن أهمها³:
 - اقتراح الوعد الملزم؛
 - خلال السنوات الأخيرة زادت الرغبة في إصدار الصكوك على أساس الوكالة بالاستثمار، وذلك للأسباب منها: سهولة الضمان وتدفع العوائد، وأما سهولة الضمان فيدخل في عدم ضمان أصل المال المستثمر وإنما على أجرة في الإيجارات أو ثمن مقسط في المراجحات مثل بيع بالتقسيط، بيع السلم، وبيع الاستصناع وغير ذلك.
- 3-1-5- تحديات الظروف الاقتصادية السائدة:** تتأثر الصكوك بالحالة الاقتصادية السائدة في البلد المعنى، ففي حالات الكساد تتراجع أعمال المشاريع الاستثمارية ومنها الممولة بالصكوك وبالتالي تتراجع أرباحها، وربما قد تحقق خسائر، الأمر الذي يؤثر سلباً على الإقبال على الصكوك، كما أن حجم الموارد والثروات الطبيعية وطبيعة اقتصاد البلد يتناسب عكسياً مع نمو حجم الصكوك، فكلما زادت الموارد والثروات الطبيعية والتبعية الاقتصادية في البلد لها قلت الحاجة إلى الموارد المالية، وبالتالي تراجع في حجم الصكوك المصدرة⁴.

3-2- قضايا سوق الصكوك

إلى جانب تحديات تضارب الفتاوى في صناعة الصكوك وكذا التحديات القانونية والرقابية وإشكالية الملكية، يواجه سوق الصكوك قضايا تقنية متعلقة بتطوير السوق وبنيته التحتية، متمثلة في أهم القضايا التقنية التالية:

¹ سعيد بوهاوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 187

² محمد لال الدين وسعيد ميكائل، تحديات عمليات إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص 11

³ المرجع السابق

⁴ المرجع السابق، ص 168.

3-2-1- الصكوك: ديون أم أسهم؟: بالرغم من اعتبار الصكوك مشاركة في الملكية بحسب تعريف المعيار الشرعي رقم (17) المتعلق بصكوك الاستثمار الصادر عن هيئة أيوفي (AAOIFI)، إلا أن الواقع في الآونة الأخيرة أظهر وجود تقارب بين الصكوك والأسهم من جهة والسندات التقليدية من جهة أخرى، وأن الصكوك ما هي إلا سندات إن انحرفت عن ضوابطها الشرعية، وما هي إلا أسهم إن ألتزمت بضوابطها الشرعية، وقد يكون لما سبق ذكره صدى حقيقياً بالنظر لواقع الصكوك الذي يختلف عن إطارها النظري القائم على الضوابط الشرعية الصادرة بقرارات الجامع الفقهي، والمعايير الشرعية الدولية.

وقبل التطرق إلى هذا التقارب، سنحاول إظهار الفرق النظري بين الأسهم والصكوك من خلال ما يلي¹:
الصكوك كالأسهم قائمة على المشاركة بين حاملتها وأرباب الأموال، وهما تميز حالتين لاستثمار حصيلتها:

أ- الحالة الأولى: إذا كان استثمار حصيلة الصكوك مطلقاً في أعمال الشركة المصدرة مع تحمل كل مصاريف الشركة، في هذه الحالة تقترب أو تتساوى الصكوك مع مفهوم زيادة رأس مال الشركة، وتصبح كالأسهم من الناحية الفقهية دون الناحية القانونية، وبالتالي يجب أن تتساوى عوائدها مع عوائد حملة الأسهم، لكن لا يكون لحملة الصكوك الحق التصويت في الجمعية العامة، لأنها ليس أسهماً قانونية.

ب- الحالة الثانية: إن كان استثمار حصيلة الصكوك مقيداً بمشروع محدد أو خط إنتاجي معين، من خلال المشاركة المتناقصة في الربح والخسارة، أو في أصل معين على سبيل الإجارة، أو المراجعة، في هذه الحالة تكون الصكوك كالمضاربة المقيدة ضمناً²، حيث يتحمل حملة الصكوك المصاريف المباشرة لما قيدت به ويحصلون على العوائد بمقدار حصصهم، وتسميتها بصكوك المراجعة أو الإجارة إنما هو باعتبار ما آل إليه استثمار حصيلتها أو قيد به هذا الاستثمار.

والفرق بين الحالتين كالتفرقة بين التمويل بزيادة رأس المال والتمويل بالرفع المالي عن الطريق القروض المباشرة أو طرح السندات التقليدية.

والفرق بين المشاركة في الحالتين ما يأتي: في الحالة الأولى يصبح حامل الصك مساهماً أي مالكاً لحصة من الكيان القانوني أو الشخصية الاعتبارية، للشركة. أما في الحالة الثانية ليس لحامل الصك الحق في المشاركة في ملكية الكيان القانوني أو الشخصية الاعتبارية للشركة، وإنما له الحق فقط في أصول الوعاء المحدد لمشاركته سواءً أكان بين حملة الصكوك فقط أو مشتركاً بينهم وبين أموال الشركة المستفيدة من حصيلة الصكوك.

وبهذا تتفق الصكوك مع الأسهم في أن كلاهما قائم على المشاركة بين حاملتها، إلا أن بعض الصكوك قد يكون مؤقتاً بسبب القيد الموضوع على الاستثمار، كالمضاربة، والإجارة والمراجعة والمشاركة المتناقصة. وجميع هذه القيود تنهي المشاركة عقداً أو باتفاق الطرفين. وهذا يخالف الأسهم التي لا يوجد قيد يؤقت المشاركة من خلالها.

وعليه فإنه لا ضمان للعائد على الصكوك إلا تبعاً لطبيعة العائد الناتج عن الصيغة التي استثمرت على أساسها حصيلة الصكوك، فصكوك المراجعة مثلاً وهي أعلى الصكوك رتبة في الضمان فهي تجنب حاملتها لمخاطر تقلبات سعر السوق أو المخاطر التشغيلية، لكنها لا تجنبهم المخاطر الائتمانية المتعلقة بضمان السداد إلا إذا كانت هناك ضمانات من رهن أو كفالة لدين المراجعة.

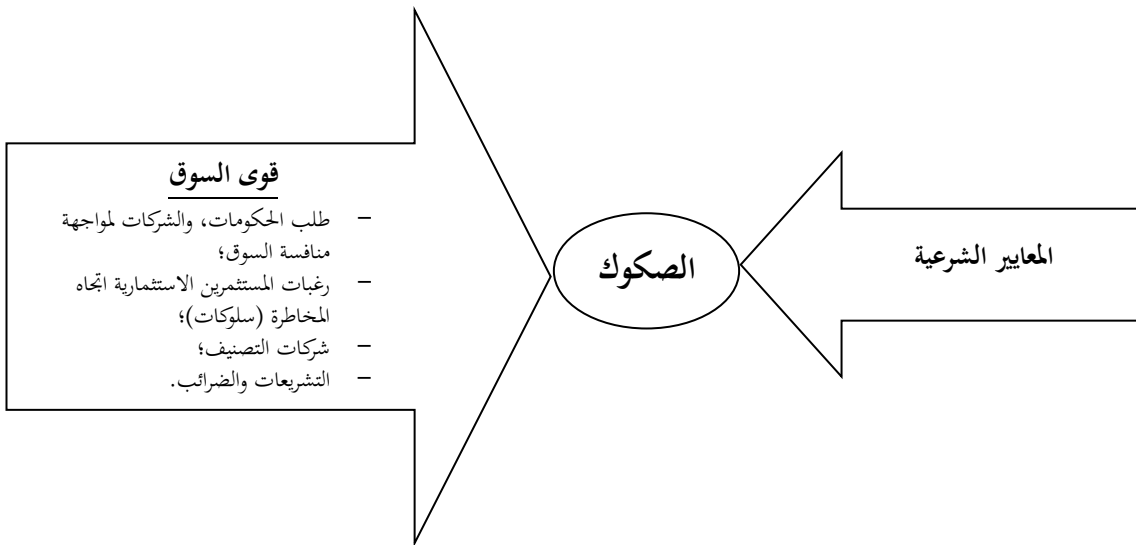
¹ عبد الباري مشعل، الصكوك بين الأسهم والسندات، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عدد متخصص رقم: 80، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، 2013/01، ص 65.
² المرجع السابق.

وصكوك الإجارة التي تليها في الضمان فهي تتعرض لمخاطر التشغيل ومخاطر الحياة بالإضافة للمخاطر الائتمانية. وأما مخاطر المشاركة فتتعرض لمخاطر سعر السوق بالإضافة لما سبق، إلا أن واقع تطبيق الصكوك تؤكد انحرافها عن ما تم ذكره سابقاً¹.

دون إنكار أهمية المتطلبات الشرعية، فإن اعتبارات المعاملات التجارية والسوق لها تأثير على اتجاه مسار الصكوك لتصبح أقرب إلى أدوات الدين من المشاركة. فالعديد من المؤسسات العاملة في الأسواق المالية الإسلامية اتجهت تحت ضغوط المنافسة إلى الاقتراب أكثر من التمويل التقليدي السائد عالمياً يجعل الصكوك أقرب إلى السندات التقليدية، والذي لم يكن ليحدث إلا بتجاوز عدد من المعايير الشرعية المعتمدة، ويعكس الشكل (1-15) أدناه المغالبة بين المعايير الشرعية، وقوى السوق المؤثرة على هيكله الصكوك الإسلامية.

نجد الحكومات والشركات التي لا تبحث عن التمويل من خلال أسهم، بل عن التمويل من خلال صيغ تمويلية متوافقة مع الشريعة ولكن أقرب إلى أدوات الدين بهدف تمويل العجز في الموازنات العامة للحكومات أو زيادة كفاءة هيكل رأس مال الشركات². وفي المقابل توجد شرائح مختلفة من المستثمرين الذين يبحثون عن أوراق مالية ذات دخل شبه ثابت ومنخفضة المخاطر بديلاً عن السندات التقليدية، ولربما كان هذا هو السبب في توجه سوق الصكوك إلى هياكل قريبة من السندات، مع ذلك يرحب هؤلاء المستثمرين بفكرة وجود أصول كضمان لحماية الديون المستحقة على المصدر³.

الشكل (1-15): هيكله الصكوك بين المعايير الشرعية وتأثير قوى السوق



المصدر: محمد السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه سيادية، مرجع سابق. بتصرف

وقد عزز هذا الاتجاه دخول وكالات التصنيف الائتماني لسوق الصكوك، من خلال تصنيف الصكوك لزيادة جاذبيتها للمستثمرين، إلا أن هذه الوكالات تعتمد على نماذج التصنيف الائتماني التقليدي، وبالنظر لقوة هذه الوكالات ودورها في التأثير

¹ عبد الباري مشعل، الصكوك بين الأسهم والسندات، المرجع السابق، ص 65

² محمد السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه سيادية، مرجع سابق

³ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 494-495.

على قرارات المستثمرين أصبحت تفرض بشكل غير مباشر قيوداً على هيكلية إصدارات الصكوك، والتي لا تتوافق في جوهرها مع المعايير الشرعية المعتمدة¹.

يضاف إلى ذلك البيئة التنظيمية خاصة الضريبية منها، فالمصدرين والمستثمرين يتكبدون على حد سواء تكاليف إضافية من أجل إصدار الصكوك عندما لا يكون لدى المنظمين مبادرات لدعم سوق الصكوك. فعلى سبيل المثال، ماذا عن المعاملة الضريبية لعوائد حملة الصكوك؟ هل ستعامل معاملة عوائد أداة دين، أو تخضع للضريبة كما هو الحال بالنسبة لأرباح الأسهم؟

ففي ظل المزايا الضريبية التي تتمتع بها أدوات الدين في معظم الدول، كان ذلك دافعاً إضافياً لهيكلية الصكوك بما يؤدي إلى قبول السلطات الضريبية مبدأ معاملة الصكوك معاملة مماثلة للسندات فيما يتعلق بالضرائب، أدى ذلك إلى تسويق الصكوك بصفتها أدوات دين، على الرغم من أنها تعد أقرب إلى الأسهم من وجهة الشريعة. خير مثال على هذه النقطة صكوك المشاركة التي أصدرتها شركة إيست كامبرون، فمن وجهة نظر الشريعة، تعد عوائد صكوك إيست كامبرون كعوائد الأسهم في أعمال الشركة، لكن هيكلية الصكوك على هذا الأساس سيضطر المستثمر لدفع ضريبة تقدر بنحو 30% من عوائد الصكوك، ومن قيمة رأس مال الصكوك عند استردادها، لهذا السبب سمح (يوسف دي لورنزو) أحد علماء الشريعة في أمريكا الشمالية، بأن تعامل صكوك إيست كامبرون معاملة الديون بهدف تجنب ضريبة الدخل الأمريكية². كما أن هناك من الدول التي ترغب بتنمية سوق الصكوك لديها تجد نفسها مقيدة بالمسائل الضريبية التي لا تتماشى مع متطلبات التمويل الإسلامي، وفي هذا الإطار أصدرت المملكة المتحدة إطاراً تشريعياً لتنظيم التمويل بالصكوك، حيث تعامل على أنها أدوات دين للأغراض الضريبية؛ بينما عدلت ماليزيا تشريعاتها الضريبية وقامت بتطبيق الحياد الضريبي الذي مكنها من تطوير سوق الصكوك.

مما سبق يتضح أن من يوجه مسار الصكوك لتكون أدوات دين أو أسهم أو بالأحرى أدوات مشاركة ليست المعايير الشرعية، بل الإطار القانوني و الجبائي والبيئة الاستثمارية للبلد الذي تصدر فيه الصكوك³.

نتيجة لذلك انخرقت هياكل الصكوك عن المعايير الشرعية المعتمدة، وتعرضت في عام 2008م وفي خضم الأزمة المالية العالمية 2008م، لانتقادات عدة وشكك بعض العلماء في امثالها لأحكام الشريعة وفي ضوء تلك الانتقادات، اجتمع مجلس إدارة هيئة أيوبي (AAOIFI) وأصدر قرارات إضافية يجب التزام بها من قبل الجهات المصدرة لتجنب تعارض هياكل الصكوك مع الشريعة، مع سعي الجاد للأيوبي (AAOIFI) بالتعاون مع الهيئات والجامع الفقهيّة الأخرى لإعادة كتابة معيار الصكوك في ضوء التطورات الكبيرة التي حدثت في هذه السوق. كما زاد عدد العلماء والباحثين المستقلين الذين ينادون في المناسبات العامة والمحافل العلمية بضرورة تجنب من الإشكالات الشرعية التي انتابت إصدارات الصكوك⁴.

3-2-2- إشكالية تداول الصكوك: من القضايا التقنية الأخرى التي تواجه الصكوك محدودية تداولها منذ نشأة سوقها إلى يومنا هذا، يرجع ذلك إلى تفضيل معظم المستثمرين شراء الصكوك والاحتفاظ بها لحين موعد استحقاقها، وعلى الرغم من أن معايير الشرعية هي العامل الرئيسي الذي يحدد مدى قابلية الصكوك للتداول في السوق الثانوي، إلا أن هناك عوامل أخرى مؤثرة في الموضوع، وأحد أكثر الأسباب وروداً هو عدم كفاية العرض مقارنة بالطلب.

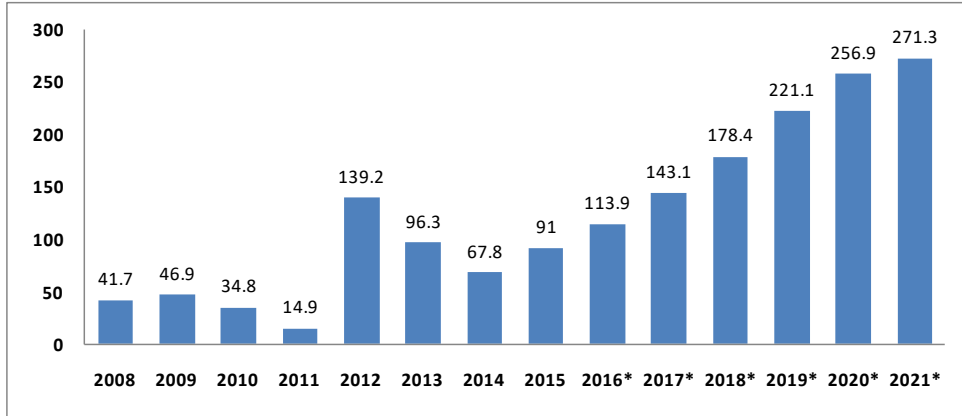
¹ محمد السحبياني، دور الصكوك السيادية وشبه سيادية، مرجع سابق.

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 495.

³ إسرا (ISRA)، المرجع السابق.

⁴ محمد السحبياني، دور الصكوك السيادية وشبه سيادية، مرجع سابق.

الشكل (1-16): الفجوة بين الطلب وعرض سوق الصكوك للفترة (2008-2021م). (بالمليار دولار)



*قيم تقديرية

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: Thomson Reuters, Op-Cit, p75

يظهر من خلال الشكل رقم (1-16) أعلاه، اتساع مستمر لفجوة العرض عن طلب الصكوك خلال الفترة (2014-2021م)، حيث يلاحظ في كثير من الحالات وجود فائض كبير في الطلب على الاكتتاب مقابل عرض الإصدارات، إذ لا تقتصر ظاهرة فائض الاكتتاب على إصدارات الصكوك السيادية (مثل صكوك بنك البحرين المركزي، والصكوك الدولية الماليزية، والصكوك الدولية الإندونيسية، وغيرها) بل تشمل أيضاً الإصدارات الضخمة للشركات. وبما أن العرض محدود يفضل المستثمرون الاحتفاظ بالصكوك، لأنهم لن يجدوا بديلاً مقارباً في حال بيع ما لديهم من صكوك. ومن العوامل الأخرى المؤثرة على تداول حجم الصكوك المدرجة في أسواق الأوراق المالية هو مدى تكرارها واستمرارها، وتأثير هذا العامل يختلف من سوق إلى آخر فمثلاً نجد أن ماليزيا قد طورت سوق تداول نشط للصكوك، تطرح فيه إصدارات الصكوك الجديدة بشكل متكرر إلى جانب سوق متطورة لتداول السندات التقليدية. وقد أشار بعض الباحثين¹ إلى أن توافر الصكوك السيادية يعد عاملاً مؤثراً في تنشيط تداول باقي أنواع الصكوك لكونها توفر معياراً لتسعير الصكوك الأخرى².

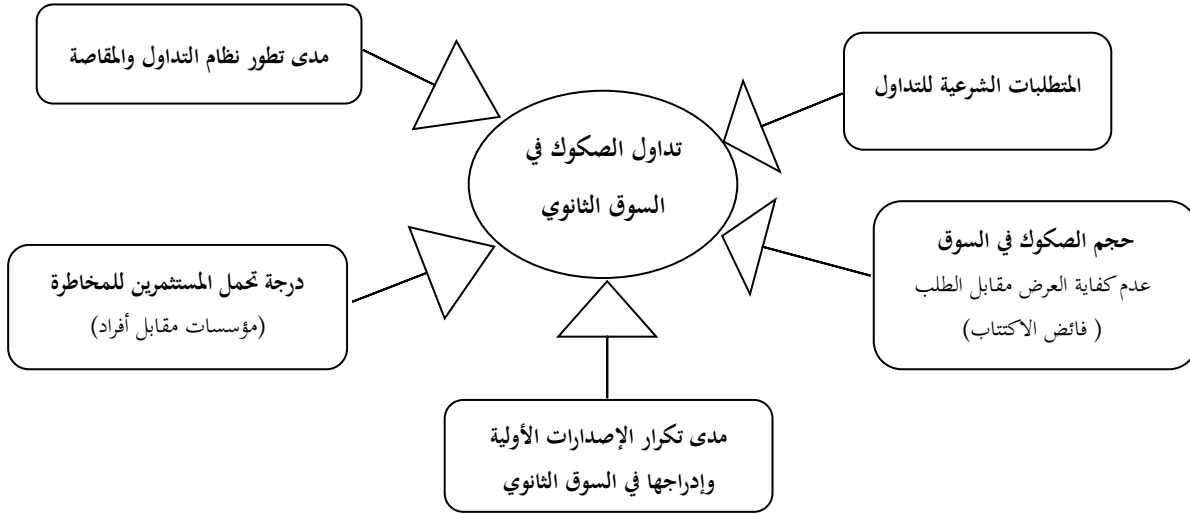
كما تعد آلية التداول من العوامل التي يمكن أن تؤثر أيضاً على حجم تداول الصكوك. فعلى عكس الأسهم لا يتم إدراج الكثير من الصكوك في السوق المنظمة، بل يتم تداولها في السوق الموازية، على غرار السندات. ويظهر الواقع عدم إدراج الصكوك في السوق المنظمة إلا لغرض الطرح الأولي، أما تداولها فيتم معظمه في السوق الموازية. كما يلاحظ أن هناك اتجاه متزايد للاعتماد على التداول الإلكتروني للصكوك، ولكن إذا لم يكن هناك عرض كاف فلن يكون هناك تداول نشط، والسوق المالية السعودية (تداول) مثال جيد على ذلك. فعلى الرغم من وجود نظام إلكتروني لتداول الصكوك والسندات منذ جوان 2009م، إلا أن تداولها غير نشط بسبب قلة المعروض المكون من ستة (06) إصدارات صكوك بقيمة 28.7 مليار ريال آنذاك، تحتفظ بها المؤسسات الاستثمارية.

ويخلص الشكل رقم (1-17) أدناه أهم العوامل المؤثرة على تداول الصكوك.

¹ Rabindranath. V, & Gupta. P, An Overview-Sukuk Market in Saudi Arabia, Kuwait, Watheeqa Company, 2010

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص496 بتصرف.

الشكل (1-17): العوامل المؤثرة على تداول الصكوك.



المصدر: من إعداد الباحثة، اعتماداً على: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 495-498.

وكخلاصة لما سبق نجد أن المتطلبات الشرعية وحجم الصكوك في السوق وتكرار إصدارها، ونوع المستثمرين (مؤسسات مقابل لأفراد) ودرجة تقبلهم للمخاطرة، ونظام التداول، وغيرها إحدى أهم العوامل المؤثرة على تداول الصكوك، وتعد من مواضيع البحث المهمة، وخاصة من جانب تحليل أثر هذه العوامل على تداول الصكوك في الأسواق المختلفة¹.

3-2-3- قضايا التصنيف الائتماني للصكوك: يعد التصنيف الائتماني (Credit Rating) وتطبيقه من أبرز القضايا المعاصرة لإصدارات الصكوك. واعتباراً لنظرة المستثمرين الحالية للصكوك خاصة الدولية منها على أنها أداة دخل ثابت، فهم لا يستثمرون في أدوات الدخل الثابت غير مصنفة ائتمانياً، لذلك كما احتاجت السندات التقليدية إلى تصنيف احتاجت الصكوك إلى التصنيف، لأنها صممت أصلاً باعتبارها أداة بديلة عن السندات التقليدية، لكن نظرياً تصنيف الصكوك لا يختص بالمخاطر الائتمانية فحسب مثل السندات التقليدية بل يفترض أن يعتمد على عدة عناصر من أهمها صيغة العقد القائم بين مصدر وحملة الصكوك، لأن المخاطر التي يواجهها حملة الصكوك مستمدة من طبيعة ذلك العقد.

من جهة أخرى، يعد التصنيف مهماً للمصدرين لسهولة تسويق صكوكهم ويمكنهم من الحصول على أسعار أفضل، وزيادة مدة الاستثمار، وجذب المزيد من المستثمرين الذين يطلبون عادة أن تكون هذه الصكوك مصنفة من وكالات عالمية مثل (S&P, Fitch, Moody's)، لكن هذه الأخيرة لا تأخذ بعين الاعتبار مبدأ شرعية الصك من عدمه لأن الحكم على ذلك يعد من أعمال الهيئات الشرعية، وكذا عدم أخذ مخاطر الآلية الشرعية (مخاطر الملكية) في اعتبارها عند منح التصنيف؛ إضافة اعتمادها على معايير تصنيف الديون عند تصنيفها للصكوك، حيث يتم التركيز على الجدار الائتمانية لمنشئ الصكوك أو المصدر، وضمان رأس المال والعائد²، هذه الخصائص نظرياً لا تكون ممكنة في كل هياكل الصكوك، وبالنظر في أنواع الصكوك المعمول بها في السوق يتبين أن صكوك الإجارة المنتهية بالتملك مثلاً يمكن تصنيفها ائتمانياً لأن الدفعات الإيجارية ثابتة في ذمة المستأجر بتمكينه من الانتفاع بالعين المؤجرة، وكذا لو تضمنت وعداً بالشراء فإن المصدر ملتزم بشراء الأصل بما يعادل رأس المال، وبالتالي

¹ اعتماداً على: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 498.

² ناصر بن عبد الرحمن الداود، صكوك الجمع بين المضاربة والمراحة (التورق)، مجمع "المؤتمر أيوبي السادس عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، مملكة البحرين، 8-9 أبريل 2018، ص 186-187. وسعيد بوهراوة وحسين سعيد، الصكوك والتحديات الشرعية، مرجع سابق، ص 168. بتصرف.

يمكن تصنيفها ائتمانياً، أما في الصكوك المبنية على المشاركات كصكوك المضاربة مثلاً فالتصنيف الائتماني غير ممكن، لأن عقد المضاربة يقتضي عدم جواز ضمان رأس المال من المضارب، وبالتالي لا يوجد عنصر ائتماني يمكن تصنيفه فنجد أن أغلب المصدرين والمستثمرين يعزفون عن هذا النوع من الصكوك¹.

لذلك، نجد أن واقع التصنيف الائتماني للصكوك لا يعكس المخاطر الشرعية والمخاطر المختلفة التي تختص بها كل هيكلية يصدر الصك على أساسها من حيث نوع وطبيعة مخاطرها وأوزانها، يرجع ذلك لقيام وكالات التصنيف الائتماني (Credit Rating Agency)* ومكاتب المراجعة أو التدقيق الخارجية (External Audit) في تصنيفها للصكوك على نهج قريب جداً من تصنيف السندات التقليدية - كما تمت الإشارة إليه مسبقاً-، وليس باعتبارها تمثل استثماراً في حقوق ملكية (Equities)، حيث كان من المفروض على وكالات التصنيف والمدققين وغيرهم الأخذ عند تصنيف الصكوك في الحساب نوع العقد الذي بنيت عليه وإعطائها أوزان المخاطر التي تناسبها، لأن التصنيف الائتماني المبني على قدرة المقترض على رد القرض، لا ينطبق على الصكوك التي لا تمثل ديوناً، وإنما تمثل عملاً استثمارياً في أصول حقيقية بهدف تحقيق ربح، وهذا ما يتطلب إيجاد وكالات تصنيف إسلامية تجمع بين التصنيف التقني (الائتماني) والتصنيف الشرعي للصكوك مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA).

✓ **الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA):** بدأت الوكالة بالعمليات الموكلة إليها في جويلية 2005م، وهي تسهيل تطوير الأسواق المالية الإقليمية والوطنية من خلال توصيف المخاطر النسبية للاستثمار والائتمان، وتصنيف مخاطر الكيانات والأدوات. وتعد الوكالة بذلك وكالة التصنيف الوحيدة التي أنشئت لتقديم خدمة التصنيف لأسواق رأس المال والقطاع المصرفي في دول العالم الإسلامي. وفي حين تؤدي وكالات التصنيف التقليدية دوراً مهماً في تقييم المؤسسات التقليدية والأدوات التي تصدرها، فإن الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف تقدم خدمة مماثلة للمؤسسات العاملة في مجال التمويل الإسلامي والأدوات التي تصدرها. تعمل الوكالة على منح التصنيفات السيادية، والائتمانية، والجودة الشرعية وحوكمة الشركات، فمن خلال التصنيفات السيادية والائتمانية تقيم الوكالة إمكانية تسديد المدين ديونه في الوقت المناسب، أما تصنيفات الجودة الشرعية فهي تقيم مستوى الامتثال لمبادئ الشريعة للمؤسسات ومنتجاتها².

ولكن بالرغم من اهتمام هذه الوكالة بتصنيف قطاعات الصناعة المالية الإسلامية، إلا أن ممارستها الحالية تركز على التصنيف الشرعي للمؤسسات ولم تصل بعد في طروحاتها إلى التصنيف الائتماني والشرعي للمنتجات المالية الإسلامية كالصكوك³، وقد يرجع ذلك لعدم الاتفاق إلى حد الآن على منهجية واضحة حول تصنيف الصكوك؛ في هذا السياق عقدت العديد من الندوات والمؤتمرات وورشات العمل والأبحاث المشتركة بين فقهاء الشريعة والمالية الإسلامية والقانون وخبراء وكالات التصنيف لدراسة مخاطر كل عقد شرعي يصدر الصك على أساسه، وطرق التحوط والضمانات المطلوبة مع تحديد منهجية التصنيف المناسبة⁴، وهو ما يتطلب تضافر الجهود بين مؤسسات التصنيف الائتماني التقليدية ومؤسسات الصناعة المالية الإسلامية مثل هيئة الأيوبي (AAOIFI) ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) والوكالة الدولية الإسلامية للتصنيف (IIRA) لإيجاد

¹ ناصر عبد الرحمان، صكوك الجمع بين المضاربة والمراجعة، مرجع سابق، ص 187.

* بالرجوع إلى معايير تصنيف الصكوك الصادر عن وكالة التصنيف فيتش Fitch Rating مثلاً، نجد أنه يعمل على تصنيف الصكوك الذي يكون فيها الرجوع بالكامل على المنشئ فقط كما هو الحال مع إصدار السندات التقليدية وسماها بالصكوك المدعومة من المنشئ، للزبد من التفاصيل أنظر معايير تصنيف الصكوك "المعايير العالمية المشتركة بين القطاعات، متاح على الرابط: https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr/202016_AR.pdf، تاريخ التحميل: 2017/12/15م.

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 172-173.

³ محمد حمو، تصنيف المؤسسات المالية، مرجع سابق، ص 307.

⁴ نجلاء البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها، مرجع سابق، ص 175-176. بتصرف

معايير تصنيف ائتمانية تختص بالصكوك، مع الإشارة على ضرورة الأخذ في الاعتبار الخلافات والاختلافات الشرعية الواردة في هيكله الصك المصنف نصيب في التصنيف إلى أن يتم الوصول لمعايير شرعية موحدة للصكوك.

3-2-4- إشكالية وواقع تسعير الصكوك: رغم أن الصكوك جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية القائمة على مفهوم الفائدة الربوية، بتحقيقها عوائد ناتجة عن أداء أصول استثمارية تدعم إصداراتها وقائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، إلا أنه من الناحية العملية نجد أن تسعيرها مرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستويات أسعار الفائدة باتخاذها معدل الفائدة ليبور (Libor) أو نظرائه، كسعر مرجعي يُسترشد به في تحديد عوائد* معظم إصدارات صكوك الدول الحاضنة للصناعة لاسيما الإصدارات الدولية. ومن الأسباب التي أسهمت في اعتماد المؤسسات المالية الإسلامية على معدل الفائدة ليبور في تسعير إصدارات صكوكها ومنتجاتها المتوافقة مع الشريعة، ما يلي¹:

1. سعي المؤسسات المالية الإسلامية في تسعير منتجاتها إلى إيجاد مرجعية يمكن من خلالها الارتباط بالأسواق المالية الدولية ويمثل معدل ليبور أكثر هذه المرجعيات ملائمة من حيث شهرته واتساع نطاق التعامل به، وسهولة الحصول عليه؛

2. دخول البنوك الغربية في أسواق التمويل الإسلامي، الأمر الذي أدى إلى استخدام المؤسسات المالية الإسلامية لمعدل ليبور باعتباره المؤشر الذي يعكس تكلفة الأموال التي تستخدمها تلك البنوك، وذلك في ظل غياب معيار مستقل له فعاليات ومبررات غير ربوية في المالية الإسلامية، ولهذا أدرجت البنوك الغربية على معاملة الأموال المستخدمة في التمويل بالصكوك وصيغ التمويل الإسلامية من مرابحة وإجارة وغيرها من الصيغ الأخرى معاملة القروض المبنية على معدل الفائدة ليبور؛

3. في ظل ازدواجية النظام الاقتصادي والمالي في العالم الإسلامي والذي تتنافس فيه المنتجات المالية الإسلامية مع نظيرتها التقليدية، أصبح الاعتماد على معدل ليبور في تحديد عوائد تلك المنتجات أداة معيارية لجذب أموال المستثمرين.

فرغم الاختلاف الواضح بين الصناعة المالية الإسلامية والصناعة المالية التقليدية، أدت تلك العوامل وفي ظل العولمة المالية وتبعاتها إلى اعتماد المؤسسات المالية الإسلامية على معدل الفائدة ليبور أو نظرائه كسعر مرجعي في تسعير منتجاتها وقياس أدائها، رغم النداء الذي أطلقه المشاركون في ندوة مشاكل البنوك الإسلامية التي نظمها مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب في الفترة ما بين 10-14 أبريل 1993م بمجدة، والذي جاءت التوصية فيه: بـ "ضرورة الإسراع بإيجاد المؤشر المقبول إسلامياً الذي يكون بديلاً عن مراعاة سعر الفائدة الربوي في تحديد هامش الربح في المعاملات"²، وبالرغم من هذا النداء فقد ركنت المؤسسات المالية الإسلامية إلى استخدام ليبور مع ترديد مقولة مستمرة وهي أن هذا الاستخدام هو أمر مؤقت إلى حين إيجاد مؤشر إسلامي.

* سيتم التفصيل في الطرق العملية لتسعير الصكوك في الفصل الثاني الموالي، أنظر ص ص 142-143

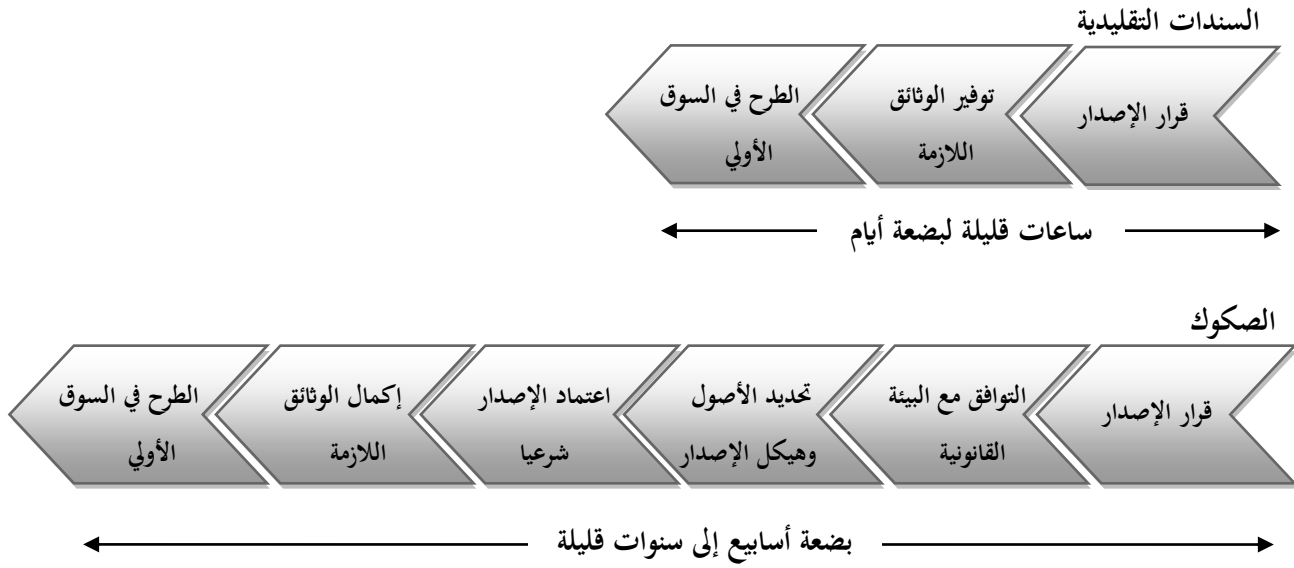
¹ موسى آدم، المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة-أهمية الموضوع ومبرراته، الجهود السابقة والجوانب التي تتطلب التطوير، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة"، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1-2 ماي 2007م.

² للمزيد من التفاصيل أنظر: مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)، قرارات الندوات الثلاثة الفقيه الاقتصادية، مجدة، 22 - 18 شوال 1413 هـ / 10-14 أبريل 1993م،

متاح على الرابط: <http://www.fiqhacademy.org.sa>، تاريخ التصفح: 2019/04/04

3-2-5- تعقيد عملية إصدار الصكوك: في الواقع، تعد عملية إصدار الصكوك أكثر تعقيداً من عملية إصدار السندات التقليدية، حيث تشير أهم الوكالات الدولية للتصنيف الائتماني، أن هو على الرغم من عمليات تبسيط الإجراءات وتقليل فجوة التكاليف في عملية إصدار الصكوك، مازالت عملية إصدار الصكوك أكثر تعقيداً مقارنة مع إصدار السندات التقليدية، تحديداً من حيث الوقت اللازم، ودرجة التعقيد، والوثائق المطلوبة، وتكاليف تجهيزها، والأطراف والجهات المختلفة الداخلة في عملية إصدار الصكوك، وتحديداً الحاجة إلى تحديد الأصول المرتبطة بعملية الإصدار وذلك تلبيةً لمتطلبات الشريعة الإسلامية، ويشير الشكل رقم (1-18) إلى مقارنة عملية إصدار الصكوك مع عملية إصدار السندات التقليدية¹.

الشكل (1-18): مدة إصدار الصكوك مقارنة مع مدة إصدار السندات التقليدية



المصدر: من إعداد الباحثة، اعتماداً على:

Islamic Financial Services Board (IFSB), **Islamic Financial Service Industry 'Stability Report'**, Kuala Lumpur, Malaysia, May 2017, P22

وقد أكد محمد الخنيفر*، أن الغالبية العظمى من الإصدارات في السوق الخليجية، لاسيما السوق السعودية ميلها إلى هياكل الإصدار المعقدة ولمتمثلة خصوصاً في الصكوك المهجنة، وهي عبارة عن مزيج مع مضاربة، وهي ظاهرة موجودة كثيراً في الإصدارات المقومة بالريال وجرى تطبيقها على مستوى الإصدارات السعودية السيادية الدولية المقومة بالدولار. فبالنسبة للمستثمر الدولي فقد يصعب عليه فهم الإصدار بهذا الهيكل المعقد، لذلك يكون هناك علاوة سعرية لهذه الإصدارات عند طرحها بالسوق الدولية، مما قد تكبد الخزينة تكاليف إضافية عند إصدار الصكوك، على عكس ما إذا تم إصدارها وفق هيكل الإجارة أو الوكالة بالاستثمار التي يغلب الطلب عليها في الآونة الأخيرة.

مما يتطلب على الدول مراعاة هذا العامل، باختيارها هيكل بسيطة الفهم على المستثمرين الدوليين حتى لا يكون هنالك علاوة سعرية تكون في نهاية المطاف من خزينة الدولة. في هذا السياق، نجد أن الصكوك الماليزية تعتبر مثلاً ممتازاً للتصرف العملي،

¹ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، تقرير حول: الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، الإدارة العامة للدراسات والتطوير، نوفمبر 2017، ص ص 36-37.

* محمد الخنيفر، خبير ومتخصص في أسواق الدين لدى مجموعة البنك الإسلامي للتنمية.

فالصكوك في السوق المحلي قد تكون مراوحة بالشكل الذي يتقبله المستثمر المحلي، بينما الإصدار الدولي يختارون له هيكلة يفهمها المستثمر الدولي مثل الوكالة بالاستثمار، لذلك لا يكون هنالك فوارق سعريه كبيرة لديها، ومثل هذا النهج العملي تنتهجه دول مثل هونغ كونغ، وبريطانيا¹.

3-2-6- قضايا تعثر الصكوك: يقصد بتعثر (إفلاس أو إعسار أو إخفاق) الصكوك من الجانب المالي أمرين²:

أولاً- عدم قدرة المصدر على سداد أي من الدفعات الدورية (العوائد) لحملة الصكوك في تاريخ استحقاقها، وهذا ما يعبر عنه في تصنيف المخاطر عموماً بمخاطر الائتمان، كما في صكوك شركة دار الاستثمار (ماي 2009م)، وصكوك شركة النخيل (نوفمبر 2009م)؛

ثانياً- عدم قدرة حملة الصكوك الرجوع (الاستحواذ) على الموجودات التي تمثلها الصكوك باعتبارهم مالكيها لها في حالة عجز المصدر عن سداد عوائد الدورية، كما في صكوك مجموعة سعد السعودية (نوفمبر 2009م).

أما من الناحية الفقهية ففي الوقت الحالي لا يوجد تعريفاً محدداً ومنضبهاً لمفهوم إخفاق (إعسار) الصكوك، كما أن هناك الكثير من الجدل حول المعنى الفقهي له، وذلك بالنظر إلى أن حملة الصكوك هم في النهاية مالكو الأصول المدعومة بما إصدارات الصكوك³.

و يجدر التنويه هنا لاعتقاد خاطئ أن الاستثمار في الصكوك المتوافقة مع الشريعة سيكون في مأمن عن الإفلاس، فهذه العبارة ليست دقيقة، لأن بعض هياكل الصكوك القائمة على البيوع (المداينات) تقدم تمويلاً بالدين للمصدر والذي قد يتعرض للإفلاس؛ أما فيما يتعلق بالصكوك القائمة على الشراكة والتأجير، فإن هيكلتها تغير بشكل واضح من درجة مخاطر إفلاس هذه الصكوك⁴.

وعليه وبناء على ما سبق، فإنه يعد تحديد مفهوم فقهي لمصطلح تعثر (إخفاق) الصكوك أحد قضايا سوق الصكوك، مما يتطلب من الفقهاء والجان والمجالس والهيئات الشرعية المتخصصة أن يُراجعوا مفهوم إخفاق الصكوك وأن يتم تأصيله من الناحية الفقهية وتحديد ضوابط إخفاق أو إعسار الصكوك بمبطلها المتعددة مع دراسة الخيارات الشرعية لحاملي الصكوك في حالات الإخفاق والإعسار وتكون مرجعاً للصناعة المالية الإسلامية ككل. هذا من جانب التأطير والتأصيل الشرعي للموضوع.

أما من جانب الواقع العملي، فقد ظهر موضوع تعثر الصكوك على السطح عقب حالات التعثر التي شهدتها سوق الصكوك نتيجة تأثير الأزمة المالية العالمية 2008م على قطاعات معينة في الاقتصاد، رغم عدم تأثر الصناعة المالية الإسلامية بشكل مباشر بأخبار الأسواق المالية الغربية، إلا أنها ازدادت حالات التعثر بشكل كبير خلال الفترة (2009-2010م) لتصل إلى حوالي 22 حالة حصلت بنسب متفاوتة ما بين الولايات المتحدة الأمريكية (الو. م. أ) ودول الخليج العربي وماليزيا وباكستان، ويوضح الشكل رقم (1-19) أدناه توزيع إفلاس الصكوك حسب البلد وتبعاً لقاعدة بيانات المؤسسات المالية الدولية للصكوك تعرض 16 صكاً في السوق للإفلاس المحقق في تلك الفترة، والباقي كان على حافة الإفلاس مثل شركة نخيل (التي تمكنت من دفع

¹ بالاعتماد على: محمد الخنيفر، تبسيط هيكلة صكوك السعودية أوفر مالياً والمستقبل لدور الأفراد، مقابلة تليفزيونية مع قناة CNN بالعربية، متاحة على الرابط: <https://arabic.cnn.com/business/2017/06/04/bs-040617-mhmd-khunaife>، تاريخ المشاهدة: 2017/12/12.

² عصام خلف العنزي، صكوك المشاركة "دراسة شرعية تطبيقية عملية"، ورقة بحث متاحة على الرابط: رقم الرابط:

<http://conferences.ju.edu.jo/sites/islamic/Documents>، تاريخ التحميل: 2019/04/19، ص 26. ونجلاء البقي، مخاطر الصكوك وآليات التحويط منها، مرجع

سابق، ص 169. بتصرف.

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 114.

⁴ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 501. بتصرف.

المبلغ المستحق بتمويل طارئ من أبو ظبي)، أو شركة تبريد التي خضعت إلى إعادة هيكلة صكوكها المستحقة في عام 2011م. وإذا ما قارنا قيمة الصكوك المفلسة البالغة 1.56 مليار دولار أمريكي بإجمالي قيمة الصكوك التي أصدرت في السوق والبالغة آنذاك 161 مليار دولار أمريكي، نجد أن حجم الإفلاس لا يمثل سوى 1% من السوق¹.

الشكل (1-19): توزيع إفلاس الصكوك حسب البلد خلال الفترة (2008-2010م)



المصدر: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 503.

يتمثل الإشكال الواقع في حالات التعثر الأخيرة ما بين الفترة (2009-2010م) أن حملة الصكوك ليس لديهم الملكية التامة للأصول الممثلة لإصدارات الصكوك المتعثرة، حيث لم يحق لهم الرجوع عليها. فبعد إعادة هيكلة بعض الصكوك المتعثرة من قبل مصدرها جرى اختبار هياكل الصكوك لأول مرة على أرض الواقع وبرز معه التمييز بين مفهوم الصكوك المدعومة بالأصول مقابل الصكوك المرتبطة (القائمة) بالأصول. وقد أصبح من الواضح على نحو متزايد أن عدداً محدوداً من الصكوك يتمتع فعلاً بملكية الأصول، ما أدى إلى مخاوف متزايدة حول إمكانية حماية المستثمرين من المصدر في حالات إفلاس الصكوك؛ وتبرز هذه المخاوف مرة أخرى الفرق بين الصكوك القائمة على الأصول والصكوك المدعومة بأصول².

وفي هذا السياق نرى أن الحل المقترح من وجهة نظرنا ينطلق أولاً من إيجاد حل للإشكال المطروح مسبقاً، وذلك من خلال وضع إطار شرعي تأسيلي حول مفهوم تعثر الصكوك ومن ثم البحث عن إمكانية إيجاد أدوات وتقنيات مالية تساعد في التوفيق بين حاجة الصكوك إلى الالتزام بأحكام الشرعية، وبين حاجة المستثمرين إلى التحوط من المخاطر وتعمل بمثابة ضمانات وقائية ضد مخاطر احتمالية التعثر عن السداد³، ومن المقترحات ضرورة العمل من قبل الجهات المختصة على إيجاد آليات موحدة (متفق عليها) ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية لإدارة وإعادة هيكلة الصكوك المتعثرة لإضفاء المزيد من الثقة لسوق الصكوك في ظل حالات التعثر الأخيرة التي منيت بها صناعة الصكوك وزعزع ثقة المستثمرين وأثارت الكثير من الجدل حول مدى المصادقية الشرعية والتقنية للصكوك المتداولة.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 501.

² للمزيد من التفاصيل حول التفريق بين المفهومين يمكن الرجوع إلى ص 59-62.

³ عبد الكريم قندوز، التحويط وإدارة الخطر "مدخل مالي"، ط 1، داراي-كتب، لندن، 2018، ص 410. بتصرف.

3-3- الآفاق المستقبلية للصكوك

لكي تتمتع صناعة الصكوك بمستقبل أفضل لابد من القيام بجهود كبيرة، وتمثل أفضل الحلول في تلك التي يتفاعل معها أكبر عدد ممكن من الأطراف ذات العلاقة، من خلال وضع ضمن آفاق مهندسي الصكوك سواء أكانوا ممثلين للجهات الرقابية والإشرافية أم الجهات القانونية أم علماء الشريعة، تناول أمرين رئيسيين: الأول يتعلق ب التأسيس على المستوى الكلي والثاني يتعلق بتطوير الأدوات والآليات.

3-3-1- آفاق على مستوى التأطير الكلي

إن جمع الصكوك بين الانضباط بأحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها في المعاملات المالية الإسلامية، وتحقيق التنافسية الدولية، ومن ثم جعلها البديل الشامل للسندات التقليدية يتطلب مراعاة المتطلبات الكلية الآتية.

أولاً- تطوير رأس المال البشري: يعد تطوير الرأس المال البشري ذو أهمية حاسمة في المالية الإسلامية عموماً وصناعة الصكوك خصوصاً لمواجهة التحديات التي ينبغي تجاوزها لضمان استدامة نموها ضمن النظام المالي العالمي، لأن المالية الإسلامية وصناعة الصكوك تعاني من قلة الكوادر والبشرية المتخصصة والمؤهلة، فقد ذكرت دراسة¹ أن السوق المالية الإسلامية الخليجية تحتاج إلى 30000 متخصص في المالية الإسلامية، وعلى افتراض أن 50% منهم سيكونون تنفيذيين أو أعلى مستوى، فإنه لابد من تدريب 15000 متخصص؛ وذكرت الدراسة أيضاً أن باكستان وإندونيسيا ودول جنوب شرق آسيا تحتاج إلى 35000 من التنفيذيين، علماً بأنه على مدى العقد القادم لن تستطيع المؤسسات التعليمية الحالية أن تخرج أكثر من 15000 متخصص. ويرداد الأمر تعقيداً عندما يتعلق الأمر بالصكوك، فقد لاحظ بعض المتابعين لسوق الصكوك، أن الفئة المهندسة لها إما أنها ذات خلفية غير إسلامية، لأن كثيراً من المنظمين لهذه السوق غير مسلمين ينتمون لبنوك بريطانية وأمريكية، أو أنها من مسلمين جاؤوا بالتجربة الغربية لاسيما منها الأمريكية في توريق الديون، وأرادوا أن يطبقوها بحذافيرها على سوق الصكوك مع بعض التغييرات الشكلية، وتداعيات هذا الوضع تجلت في بعض الشروط التي حولت بعض أنواع الصكوك من صكوك ملكية إلى أدوات دين².

نرى أن حل هذه المعضلة يتمثل فيما يأتي³:

- ✓ إمداد صناعة الصكوك بكوادر كافية من الخبراء والتقنيين ذوي الكفاءات العالية لقيادة ودعم النمو طويل الأجل واستراتيجيات التنمية في المؤسسات المالية الإسلامية؛
- ✓ تشجيع صناعة الخدمات المالية الإسلامية عموماً، وصناعة الصكوك على وجه الخصوص، من خلال استمرار تنمية الموارد البشرية والخبرات التي تحتاجها، وبنطوي هذا على اجتذاب المواهب واستبقاء الموجود منها، وتأهيل الأفراد ذوي المهارات العالية في المستقبل؛
- ✓ لابد على العاملين في قطاع الصكوك فهم أساسيات الشريعة إلى جانب اكتساب المهارات اللازمة في مجال التمويل.

يتطلب ما سبق توفر عدة مبادرات لتأهيل الكوادر البشرية المتخصصة من خلال تأسيس المؤسسات ومراكز البحوث المتخصصة في التمويل الإسلامي وصناعة الصكوك لدى الدول الإسلامية وغيرها من الدول الحاضنة للصناعة مع الدخول في

¹ Agil Natt, Syed Othman Alhabshi and, Mohd-Pisal Zainal, A **Proposed Framework For Human Capital Development in the Islamic Financial Services Industry**. The Journal of Knowledge Economy & Knowledge Management, Volume I, Spring, 2009, p20

² سعيد بوهراوة وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص ص 176-177.

³ إسراء (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 185.

مشاريع تعاون استراتيجية لخدمة صناعة الصكوك في مجالات التعليم والتدريب والبحوث. وقد أدركت دول مثل ماليزيا والبحرين والمملكة العربية السعودية وغيرها من الدول هذه الأهمية فبادرت بتأسيس جامعات متخصصة، ومدارس وأكاديميات، ومراكز بحوث ومؤسسات تضطلع بالاهتمام برأس المال البشري، غير أن هذه الجهود تعد غير كافية. مما يحتم على الدول والحكومات مضاعفة الجهود لتغطية فجوة النقص في الكوادر البشرية المتخصصة¹.

ثانياً-توعية المستثمرين بالجوانب الشرعية: إن أكبر مشكلة تواجه المؤسسات المصدرة للصكوك هي مدى استيعاب المستثمرين للشروط الواردة في نشرة إصدار الصكوك، مما قد يضعف الإقبال عليها تحت مظنة الشبهة أن المستثمر إذا لم يرَ في الصك رأس مال مضمون تحت أي مسمى وعائد ثابت، فإنه لن يشتري هذه الصكوك لاسيما وأن كثيراً من هؤلاء المستثمرين يستثمرون أموال حكومية مثل معاشات المتقاعدين، وغيرها مما يحتم عليهم البحث عن ضمانات لهذه الأموال وعائد ثابت لها. والتوعية في تقدير الباحثين تبدأ من مؤسسات التربية والتعليم، وتنتهي بالهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية التي يجب أن تراعي المقاصد الشرعية في المعاملات المالية حتى تتجنب بناء فتاواها على الجوانب الشكلية للعقود على حساب مقاصدها والآثار المترتبة عليها².

ثالثاً- تحقيق الاستيعاب /الإدماج المالي للمالية الإسلامية (Financial Inclusion): وذلك بتوفير أنواع من الصكوك تحقق الاستيعاب المالي من خلال إتاحتها لجمهور المستثمرين، وذلك بتجاوز شرط الحد الأدنى للاكتتاب مما يجعلها حكراً على المؤسسات الكبيرة. مثل مبادرات التمويل الجماعي (Crowd funding) من خلال إصدار صكوك متاحة لشريحة أوسع من المستثمرين، والتي تعد حافزاً للدول الإسلامية من السعي إلى توفير ما يسمى بصكوك التجزئة مما يتيح لشريحة أكبر من المستثمرين المشاركة في الاكتتاب³، هذا من جانب الطلب؛ أما من جانب العرض السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإصدار الصكوك من خلال تجاوز شرط حجم المؤسسة لطرح الأولي مما يجعلها حكراً على المؤسسات الكبيرة.

رابعاً-تعزيز التواصل العالمي للمالية الإسلامية: وذلك بتقريب هوة الخلاف بين المؤسسات المالية في الدول الإسلامية مما يسهل الاستثمار البيئي في مجال الصكوك، ويسهم في حل مشكلة إدارة السيولة لاسيما قصيرة الأجل منها، وتعزيز التواصل العالمي يتطلب إجراء بحوث مستفيضة ودراسات ميدانية تبحث عوائق تحقيق التواصل العالمي في المالية الإسلامية لاسيما الشرعية منها، وقد قامت الأكاديمية

العالمية للبحوث الشرعية-إسرا (ISRA)- بالتعاون مع البنك المركزي الماليزي (بنك نيجارا) بإجراء دراسة ميدانية تناولت ستة عشرة دولة تبين من خلالها أن الخلافات الشرعية محدودة، ويمكن تجاوزها بسهولة، وأن أكبر مشكلة تواجهها المؤسسات المالية على مستوى الدول فيما يتعلق بسوق الصكوك تطوير قوانين تسهل تداولاً لصكوك على المستوى الدولي، وضعف معايير الحوكمة المساهمة في الربط الدولي لهذه المؤسسات مما قد يؤدي إلى فقدان الثقة بسوق الصكوك. والمشكلة الثانية التي يواجهها سوق الصكوك على المستوى الدولي هو مواءمتها مع الأنظمة القانونية المعتمدة بما لا يخالف مبادئها الشرعية وقد أسس البنك المركزي الماليزي قسماً خاصاً بالمواءمة بين الضوابط الشرعية والقوانين المحلية، كما أسهمت دول أخرى في هذا الجانب من خلال المواءمة بين المبادئ الشرعية والقوانين المرعية بما يخدم السوق المحلية والدولية دون ما يتجاوز لأحكام الشريعة الإسلامية، وهو ما يعني أن الشريعة الإسلامية لا تعدم حلاً لأي معضلة مادام هناك شرعيين وخبراء يبذلون وسعهم لتذليل الصعاب التي تعترض المالية الإسلامية⁴. لهذا ينبغي أن ينظر إلى مبادئ الشريعة على أنها مصدر ابتكار وإبداع لا على أنها قيد أو عائق.

¹ سعيد بوهراوة، وحسين سعد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 177.

² المرجع السابق، ص 177-178.

³ المرجع السابق، ص 178.

⁴ المرجع السابق، ص 178-179.

خامساً- تحقيق القيمة المضافة في جميع المجالات: من التحديات التي تعترض المؤسسات المالية الإسلامية في مجال الصكوك وغيرها الوفاء بوعودها المسجلة في أهداف تأسيسها، وهو التنمية وتحديداً؛ التنمية الشاملة المستدامة. وهو ما يعني أن المؤسسات المالية الإسلامية حملت على عاتقها منذ تأسيسها مسؤولية تنمية اقتصاد حقيقي يستوعب كافة أفراد المجتمع. وهو ما يقتضي تطوير الإسهام في تطوير البنى التحتية، وإتاحة فرص استثمارية لكل قطاعات المجتمع، والقضاء على الفقر والبطالة والآفات الاجتماعية. والشرط الأول، وإن كانت الدول الإسلامية أسهمت في تحقيق جزء مهم منه، غير أن الشرط الثاني المتمثل في إتاحة فرص استثمارية لكل قطاعات المجتمع، وتحقيق المسؤولية الاجتماعية من خلال الحد من الفقر والبطالة والآفات الاجتماعية مازالت قاصرة عن بلوغه. وأنه لا يتم تناول مثل هذه الموضوعات بجدية رغم أنها من صميم أهداف المالية الإسلامية ومقاصدها إلا بعد مبادرة المؤسسات الغربية إليها، فلم يتم مثل التأطير القانوني لها من قبل سوق الأوراق المالية الإسلامية مثل الماليزية وغيرها، إلا بعدما تم في الغرب، ولم يتم تناول موضوع الاستيعاب المالي والتمويل الجماعي إلا بعد ما بادرت المؤسسات الغربية إليه، ولم يتم تناول الصكوك الخضراء (Green Sukuk)* في المنظومة المالية الإسلامية إلا بعد ما تم إصدارها في الغرب، ولم يتم تناول الصكوك ذات الأبعاد الاجتماعية صكوك ساري (Sukuk SRI) كما في صكوك "The International Finance Facility for Immunisation" بغرض توفير التطعيم للأطفال المحرومين إلا بعدما بادر الغرب لإصدار مثلها. وهذا لا يعني عدم تبني المبادرات الغربية الهادفة إلى خدمة المجتمع وتحقيق الاستيعاب الاجتماعي للتمويل، وإنما يعني أن تكون لدينا مبادرات ابتكارية تنطلق من مبادئ الشريعة ومقاصدها بدل الانفعال لما يأتي من خارج المنظومة الإسلامية.

3-3-2- آفاق على مستوى الأدوات والآليات: وتتمثل في أهم ما يأتي:

أولاً-هندسة منتجات قائمة على المشاركة: يرى رواد الفكر التمويل الإسلامي أن النمط المثالي للتمويل وفقاً لأحكام الشريعة هو نموذج المشاركة وتقاسم الأرباح والخسارة**، هو النموذج الأكثر ارتباطاً بالاقتصاد الحقيقي والداعم لتنمية الاقتصاد والاجتماعية¹؛ والملاحظ للأسف أن استخدام منتجات قائمة على أنماط المشاركة وتقاسم الأرباح والخسارة في صناعة التمويل الإسلامي عموماً وصناعة الصكوك على وجه الخصوص محدوداً جداً. ففي الواقع²، تهمين أدوات الدين على الصناعة ككل من خلال نماذج مبنية على البيع أو الإجارة.

فالمنتجات التشاركية بما فيها الصكوك القائمة على الشراكة تجعل المؤسسات المالية طرفاً في المشاريع المقدمة، ومن ثم تضمن جودة المشاريع المقدمة والقيمة المضافة التي تقدمه للاقتصاد ككل³، ويعتقد أن إدخال أدوات تعتمد أكثر على تقاسم الربح والخسارة في النظام المالي سيجعل كل من المؤسسات المالية وأصحاب المشاريع (الممولين) أكثر مسؤولية لأنهم سوف يقيمون المخاطر بعناية أكبر وبكفاءة أعلى. وتبعاً لذلك، سيسود في النظام المالي الإسلامي وستتمتع الأسواق بمزيد من الاستقرار، والإنصاف، والعدالة، وعلى المدى الطويل سيكون المستثمرين الحقيقيين والاقتصاد الوطني عموماً في وضع أفضل، ما يؤدي إلى تحجيم الآثار الضارة للمجازفة والقمار، إحدى أسباب الأزمة المالية العالمية 2008م⁴.

* الصكوك الخضراء: هي صكوك تم تكييفها لتتماشى مع متطلبات التنمية المستدامة من خلال استثمار حصيلتها في الأصول الخضراء والمشاريع الصديقة بالبيئة والمسؤولة اجتماعياً. وهي المقابل للسندات الخضراء التقليدية التي توجه حصيلة إصدارها للاستثمار في مشاريع صديقة للبيئة. وتمثل الصكوك الخضراء إحدى الأدوات المالية الحديثة نسبياً، حيث أصبحت تحظى باهتمام متزايد خلال السنوات الأخيرة، كونها توجه حصيصة لمساندة المشروعات المتصلة بالمناخ أو البيئة.

** قال الشيخ محمد تقي عثمان، رئيس المجلس الشرعي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "النمط المثالي للتمويل وفقاً لأحكام الشريعة هو المضاربة أو المشاركة".

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 931.

² وفقاً لإحصاءات 2017 و2018، أنظر الفصل الرابع، ص 193-195.

³ سعيد بوهراوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 181-182.

⁴ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 931-932.

ولعل مبادرة قانون البنوك الإسلامية الأخير الصادر عن البنك المركزي الماليزي سنة 2013م والمفرقة بين الأموال المضمونة التي تودع من أجل الحفظ، والأموال غير المضمونة التي تودع من أجل الاستثمار، وتوجه البنك المركزي الماليزي لاسيما بعد خطاب الافتتاحي لمحافظة البنك المركزي الماليزي في المنتدى العالمي للمالية الإسلامية الذي عقد بكوالالمبور سنة 2014م لم شجع على التحول إلى المنتجات التشاركية التي يتحمل فيها الطرف أن المخاطر يعد على الصعيد المحلي محفز اعلى زيادة هذه المنتجات القائمة على الشراكة¹.

ثانيا -هندسة منتجات تتواءم وآجال التمويل: إن أكبر إشكالات التمويل لدى المؤسسات المالية خاصة منها البنوك المواءمة بين آجال الودائع وآجال التمويل، وقد استحدثت الغرب أدوات مالية تحل جانبا من هذه المشكلة غير أنها تقوم كلها على الربا. غير أن المالية الإسلامية لم تصل بعد إلى حل ناجع لهذه المشكلة. رغم وجود مبادرات مثل مبادرة المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة* (IILM) International Islamic Liquidity Management Corporation في توفير صكوك تستهدف متطلبات السيولة قصيرة الأجل. وثمة إصدار للصكوك الدائمة (Perpetual Sukuk) يمكن أن تؤول إلى أسهم تسهل عملية التداول غير أن هذا غير كاف. والجدير بالذكر قيام الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (إسرا ISRA) بالتعاون مع الجامعة العالمية للمالية الإسلامية (INCEIF) في عام 2016م يبحث يتناول اقتراح إصدار أوراق مالية إسلامية تشاركية أو صكوك تشاركية على مستوى البنك المركزي أو البنوك الإسلامية يرتبط بقطاعات الاقتصاد الحقيقية والحيوية التي يتم تمويلها على المستوى المحلي، تتناول أموال المودعين الاستثمارية في البنك زيادة على مشاركة البنك برأس المال في هذه الأوراق، ويتم تقسيم هذه الأوراق المالية أو الصكوك حسب الاستثمارات والآجال؛ أوراق ذات استحقاق قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل، وقد لقي المشروع في مناقشاتها الأولية ترحيبا من قبل الاقتصاديين والخبراء المهنيين.

ثالثا -تطوير آليات حماية رأس المال الصكوك: من أهم الآفاق التي يجب أن تحظى بأولوية في الاعتبار تطوير آليات لحماية رأس المال الصكوك بطريقة شرعية وتكون مقبولة في التشريعات الدولية. والأمر وإن قدمت فيه اقتراحات مثل ضمان الطرف الثالث لرأس المال، وضمن الدولة، كما أن هناك مشروع في إطار التحضير مقدم من قبل قسم تطوير المنتجات في البنك الإسلامي للتنمية بجدة بالتعاون مع الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (إسرا ISRA) فيما يتعلق بآلية مبتكرة لحماية الصكوك. غير أن الاقتراحات العملية ما تزال شحيحة لاسيما من الجهات الحكومية أو التي لها وزن اقتصادي.

رابع- الحياد الضريبي: نرى أن الإطار الضريبي المناسب يعد أحد المتطلبات الأساسية لإنشاء أسواق ومؤسسات مالية إسلامية متينة. إذ يوفر الفقه الإسلامي، مثل نظيره القانون العام والقانون المدني، إطاره الخاص لتنفيذ العقود والمعاملات المالية. ومع ذلك، فالقوانين التجارية والمصرفية وقوانين الملكية والشركات السائدة حالياً في كثير من الدول لا تتلاءم مع طبيعة المعاملات المالية الإسلامية. فعقود المراجعة التي تتضمن شراء وإعادة بيع وغيرها مع المعاملات القائمة على صفقة حقيقية تخضع للضريبة مرتين (الازدواج الضريبي). وقد ألغت بعض الدول، مثل المملكة المتحدة، وسنغافورة، الرسوم المزدوجة على بعض صيغ التمويل الإسلامية بهدف توفير الحياد الضريبي.

¹ سعيد بوهراوة وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص ص 181-182.

* المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة (IILM): هي منظمة دولية أنشأتها البنوك المركزية والسلطات النقدية والمنظمات متعددة الأطراف لإنشاء وإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بهدف إدارة السيولة للمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية الإسلامية، ولدعم زيادة المعاملات الدولية بين هذه المؤسسات. تم تأسيسها في 25 أكتوبر 2010م بكوالالمبور ماليزيا، بهدف تعزيز تدفقات الاستثمار عبر الحدود، والروابط الدولية والاستقرار المالي من خلال إنشاء أسواق مالية أكثر امتثالاً لأحكام الشريعة الإسلامية لتلك المؤسسات.

وتختلف معاملة الصكوك باعتبارها أوراق مالية تمثل ملكية أصول من دولة لأخرى. فتميل بعض الدول إلى معاملة الصكوك بصفتها ديوناً كما هو الحال في لوكسمبورغ على أن تكون المعاملة الضريبية المطبقة على الصكوك مماثلة لأدوات الدين التقليدية التي تخضع للضرائب المباشرة، وكذلك معاملة صكوك إيست كامبيرون معاملة الديون بهدف تجنب ضريبة الدخل الأمريكية-تمت الإشارة لها سابقاً-، وكما أقر البرلمان التركي في فيفري 2011م قوانين الحياد الضريبي للصكوك الإجارة، ما يمهّد الطريق لإصدارات صكوك الشركات¹. فالغاية من معاملة عوائد الصكوك كالفائدة في السندات التقليدية هو الإعفاء الضريبي، ما قد يخدم مصلحة المصدر والمستثمر.

خامساً- ترشيد إصدارات الصكوك²: نرى أن أهم ما ينبغي أن يوضع ضمن الآفاق المستقبلية لمنظري المالية الإسلامية إذا أرادوا تطوير صناعة الصكوك، إيجاد حلول للمشاكل التي تواجهها من خلال ترشيد إصدارات الصكوك كإضافة إلى الحلول الواردة ضمن طرحنا لتحديات والقضايا التي تعاني منها صناعة الصكوك وسوقها.

المقصود بالترشيد تغيير نظرة السوق إليها بما يتفق مع طبيعتها الشرعية، على أنها أدوات استثمار فعلي (لا أدوات دين) يتحمل حملتها مخاطر الاستثمار فيها وفق الضوابط الشرعية، ويشمل ذلك رأس مال وعوائده، مع استمرار الرقابة الشرعية عليها إلى إطفائها. لتحقيق ذلك لا بد من إصدار صكوك مدعومة بالأصول، تتوفر فيها ما يلي:

- 1- أن تثبت لحملة الصكوك ملكية شرعية وقانونية لأصول الصكوك (تسجيل الملكية العقارية باسم حملة الصكوك لدى الشركة ذات الغرض الخاص)؛
- 2- أن يكون لحملة الصكوك حق الرجوع على أصول الصكوك؛
- 3- أن يتحمل حملة الصكوك مخاطر هلاك أو تلف أصول الصكوك، وكذلك تقلب عوائدها، وفق الضوابط الآلية المستخدمة؛
- 4- أن يتحمل حملة الصكوك النفقات والمصاريف المباشرة الخاصة بأصول الصكوك وأنشطة استثمارها؛
- 5- أن لا يقتصر دور الهيئة الشرعية على اعتماد آلية ومستندات الصكوك بل يمتد إلى إطفاء الصكوك؛
- 6- أن يعزز كل ذلك بتشريعات ومعايير ملزمة من قِبَل الجهات الرقابية وأسواق إدراج الصكوك.

يؤدي توفر تلك الشروط في إصدارات الصكوك إلى تحقيق أهم ما يلي:

- ✓ إخراج أصول الصكوك من ميزانية الجهة المنشئة للصكوك محاسبياً (لن يقتصر ذلك على أن يكون مطلباً شرعياً)؛
- ✓ تطبيق معايير محاسبية على الصكوك تناسب طبيعتها الاستثمارية؛
- ✓ وما أن تأخذ وكالات التصنيف الائتماني جودة وكفاءة الأصول في اعتبارها عند تصنيف الصكوك وشرعيتها، فلن ينظر إلى الصكوك على أنها أدوات دين (أو دخل ثابت)؛
- ✓ إنشاء سوق مستقلة لإدراجها وتداولها.

والحصول في النهاية ترقى صناعة الصكوك إلى رؤيتها المثالية بتوافق إطارها النظري مع الممارسة الفعلية لها (التطبيق).

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 183

² أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، مرجع سابق.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل تكوين صورة واضحة المعالم عن الصكوك من حيث إطارها النظري وواقعها العملي، ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها، ما يلي:

- ✓ يعد تعريف الصكوك من منظور التمويل الإسلامي ذو دلالة مالية أوسع من الدلالة اللغوية والفقهية من كون الصك وثيقة لإثبات حق، بل يتعدى ذلك في الصياغة الحديثة للتمويل الإسلامي كون الصك وثيقة مالية تثبت ملكية حاملها، تصدر وتتداول لأغراض تمويلية واستثمارية؛
- ✓ نظرياً، للصكوك خصائص تميزها عن السندات التقليدية وغير مرتبطة بها، ناتجة عن التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، لكن هذا لا يعني اختلافها كلياً عن السندات التقليدية، وإنما يمكن الاختلاف في الجوهر والمبنى.
- ✓ يعد الاستثمار في مجال الصكوك حفظاً للمال وتنميته وتداوله والعمل على رواجه، وهذا من أهم مقاصد الشريعة في حفظ المال؛
- ✓ من الأخطاء الشائعة الخلط بين عمليتي إصدار صكوك للتمويل وبين التصكيك. فللحصول على صكوك مثلة بأصول يمكن اتخاذ اتجاهين أساسيين وهما: صكوك ناشئة عن عملية التصكيك تتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة، يتم بموجبها إصدار الصكوك؛ وعملية إصدار صكوك التمويل تتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة؛
- ✓ نتفق مع بعض الباحثين أن الإصدار غير المباشر من خلال شركة (SPV) لا ضرورة له في حالة إصدار صكوك التمويل، أما في حالة التصكيك يقتضي ضرورة وجود الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، تنقل إليها أصول المنشئ لحماية مصالح المستثمرين من خلال عزل الأصول عن مخاطر إفلاس المنشئ؛
- ✓ منعاً لشبهة تضارب المصالح بين الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) والجهة المنشئة لها (المنشئ) وتقليلاً لتكاليف الإصدار، نقترح أن يوكل أمر الإنشاء لهيئة تكون وحيدة في كل بلد على منوال الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) يتولى أمر إنشائها جهة عامة مثل هيئة سوق المال.
- ✓ يعد التنوع في هياكل الصكوك أمراً ذو أهمية بالغة في هذه المرحلة من تطور الصناعة، خاصة عندما يوفر مزايا ومنافع غير موجودة في غيرها من الأدوات التمويلية الأخرى، ولما يضيفه هذا التنوع من عناصر قوة في سوق التمويل الإسلامي، من خلال تلبية رغبات وإشباع حاجات أكثر وأوسع، ولما في ذلك من توسيع وتعميق للسوق المالي الإسلامي.
- ✓ تواجه الصكوك وسوقها بصفتها صناعة متخصصة تحديات وقضايا كبيرة، فإلى جانب الإشكالات الشرعية الناتجة في الأساس عن تضارب الفتاوى في المالية الإسلامية، وكذا التحديات القانونية والرقابية وإشكالية الملكية، يواجه سوق الصكوك قضايا تقنية متعلقة بتطوير السوق وبنيتها التحتية، وذلك من خلال الابتعاد عن دائرة أدوات الدخل الثابت، وتشجيع تداول الصكوك، والحد من تأثير تسرب الصكوك من التداول على تسعيرها وسيولتها، وإيجاد طريقة تسعير كفاء للصكوك، وأخيراً، القدرة على إدارة وإعادة هيكلة الصكوك المتعتره.
- ✓ لكي ترقى صناعة الصكوك إلى رؤيتها المثالية بتوافق إطارها النظري مع ممارستها الفعلية، ينبغي الأخذ بعين الاعتبار أمرين رئيسيين، الأول يتعلق بالتأطير على المستوى الكلي والثاني يتعلق بتطوير الأدوات والآليات.

الفصل الثاني

العائد، المخاطرة والعلاقة بينهما من
منظور تقليدي وإسلامي

تمهيد

تتخذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية بناءً على التوقعات المستقبلية، نظراً لعدم معرفة العائد المتوقع، ويتمثل القرار الصائب في الموازنة بين متغيرين أساسيين هما العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المصاحبة له، التي يمكن تحديدها بمعرفة التوزيعات الاحتمالية. فاختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره يعد من القرارات المهمة بالنسبة للمستثمر، وبناء على هذا الأساس يتم تقسيم المستثمرين إلى أنواع مختلفة بحسب تفضيلاتهم تبعاً لمبدأ الموازنة بين العائد والمخاطرة، ويعد هذا المبدأ من أهم المبادئ الأساسية التي يقوم عليها الاستثمار بشكل عام، حيث ظهرت عدة نظريات ونماذج في النظرية المالية التقليدية تبرز طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

إن من أهم الأسباب التي تدعو المستثمر إلى دراسة التوزيعات الاحتمالية الممكنة للتدفقات النقدية المستقبلية في ظل عدم التأكد (تحديد علاقة العائد بالمخاطر) هو الرغبة في الاطمئنان على فرص تحقيق عوائد مجزية تعظم ثروته مع تقدير المخاطر المحيطة بها، واحتمالات تعرض أمواله المستثمرة للخسارة، فالمستثمر (في الإسلام) ليس أقل حرصاً على حماية أمواله من المستثمرين التقليديين، بل إن هدف حماية وصون الأموال أصل من الأصول الإسلامية الخمسة التي تدور حولها مجمل أحكام الشريعة الإسلامية السمحة.

وسنحاول في هذا الفصل الثاني من خلال مباحثه الثلاثة إبراز مفهوم العائد ومؤشرات قياسه مع الإشارة لحالة الصكوك؛ والتطرق إلى مخاطر الصكوك وآليات إدارتها؛ مع التعرض لعلاقة العائد بالمخاطر من منظور تقليدي وإسلامي مع التركيز على نماذج قياسها. وسيتم معالجة ذلك وفق المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: مفهوم العائد ومؤشرات قياسه.
- ✓ المبحث الثاني: مخاطر الصكوك وآليات إدارتها.
- ✓ المبحث الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي.

1- المبحث الأول: مفهوم العائد ومؤشرات قياسه

عند القيام بعملية المقاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة - سواء أكانت أوراقا مالية تقليدية أو إسلامية- يتم اللجوء إلى مقارنة العوائد المختلفة لهذه البدائل بهدف اختيار البديل الأمثل، ودائما ما يتطلع المستثمر إلى العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه، لذلك يسعى المستثمرون عادة إلى تقديره مما يساعدهم على تقدير المخاطر المحيطة به. إن عملية التقدير هذه من الممكن أن تتم اعتمادا على مداخل مختلفة، تبعا لمجموعة العوامل التي تدخل في تقدير وحساب العائد¹. وعليه سنتنصر في هذا المبحث على تعريف العائد وذكر أشكاله مع الإشارة لحالة الصكوك وطرق حسابه في مختلف الأزمنة.

1-1- تعريف العائد: يمثل العائد الهدف الرئيسي من العملية الاستثمارية، ولقد ذهب العديد من الباحثين والمنظرين في تعريفهم للعائد بحسب الزاوية التي ينظر منها كلاً منهم².

- فقد عرف جاف (Geoff) العائد على أنه "الثروة المتحققة عند مستوى معين من المخاطرة ولفترة زمنية محددة نتيجة لكفاءة الاستخدام"³.
- بينما عرف نوثراب (Nothrup) العائد على أنه "أداة قياس يمكن من خلالها الحكم على مدى نجاح الاستثمار في تحقيق الأرباح"⁴.
- كما يمكن القول أن العائد: هو ثمن تحمل عنصر المخاطرة أو عدم التأكد.
- أما في سياق تعريف هامون (Hamon) للمردودية والعائد فقد عرف معدل العائد على أنه مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنيتين، ويضم قسمين هما الأرباح العادية وغير العادية، الأولى هي نسبة التوزيعات المدفوعة إلى السعر والثانية هي التغير النسبي في السعر⁵.
- بناء على ما سبق يمكن تعريف معدل عائد الاستثمار في الصكوك بأنه: مقدار النمو في الثروة بين فترتين زمنيتين لحامل الصك، نتيجة التضحية بمبالغ مالية مؤكدة في سبيل الحصول على مبالغ مالية أكبر في المستقبل تعوضه عن مخاطر عدم التأكد المرتبطة باستثمار حصيلة الصكوك.
- ومن خلال تعريف هامون (Hamon) للعائد، يمكن استنتاج أشكال العوائد التي قد تتضمنها عوائد الصكوك.

2-1- أشكال عوائد الصكوك: يمكن أن تأخذ عوائد الاستثمار في الصكوك الأشكال التالية⁶:

أولاً- توزيعات الأرباح: وتسمى أيضا "بالعوائد الدورية"، وهي العائد الإجمالي الذي يحصل عليه المستثمر في أشكال أرباح دورية، قد تكون في شكل فائدة بالنسبة للسند، أو توزيعات نقدية للسهم، أما في حالة الصكوك، فهي تلك العوائد الدورية التي

¹ ورد عبد العزيز كوجك، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين (ARCH) "دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي"، مذكرة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة حماه، سوريا، 2017/2018، ص 15. بتصرف

² مهند عبد الرحمن سلمان، تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات، مقال منشور بمجلة كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، العدد 2016/48، ص 344.

³ Geoff , considine , getting the most return for risk, ph.d , quantext ., 2007, p3 , Available on : <http://docplayer.net/20877855-Geoff-considerine-ph-d.html>, date of Browse: 02/09/2019.

⁴ Nothrup ,lynn, dynamics of profit – focused accounting, j. Roos publishing , inc, USA, 2004, p103.

⁵ J. HAMON, Bourse Et Gestion De Portefeuille,1 Ed. Economica, Paris, 2004, p27.

⁶ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص ص 121-122

تدرها الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق التي تمثلها الصكوك، فقد تكون ثابتة نسبياً كصكوك الإجارة، أو متغيرة كصكوك المشاركات.

ثانياً- الأرباح الرأسمالية: وهي تلك المكاسب المحققة من تقلب القيمة السوقية للورقة المالية خلال الفترة ما بين شرائها وبيعها، كما يمكن القول على أنه الزائد عن رأس المال الذي ينتج عن إعادة بيع الأصل المالي؛ وتمثل في حالة الصكوك على أنها الارتفاع في القيمة الاسمية للصك (القيمة السوقية) أثناء التداول، ويتحقق عندما يتمكن حامل الصك من بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو الربح الرأسمالي.

أما الحالة الأخرى التي قد يتحقق فيها الربح الرأسمالي للصك عند تصفيته، خلال إنهاء صفتها الاستثمارية وتحويلها إلى سيولة نقدية، فإن مقدار الربح الرأسمالي هو الزائد عن رأس المال عند التنضيق الفعلي (الحقيقي) ببيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية لطرف خارجي أو عند التنضيق الحكمي وأبوليتها لمصدر الصكوك بالبيع إن رغب في ذلك، عندها يوزع رأس المال وما زاد عنه على حملة الصكوك باعتبارهم ملاك لتلك الموجودات العينية¹.

1-3- مؤشر العائد وتوزيعه الاحتمالي²: يتم حساب العائد تبعاً لطبيعة الزمن إن كان متقطعاً أو مستمراً على النحو التالي:

أولاً- معدل العائد في الزمن المتقطع : في هذه الحالة الفرق بين الفترتين هو الواحد الصحيح (خطوة واحدة)، ونكتب :

$$R_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} = \frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} - 1 = \frac{P_{it}}{P_{it-1}} - 1 + \frac{D_{it}}{P_{it-1}} \dots\dots\dots(02-01)$$

حيث: R: العائد؛ D: التوزيعات المدفوعة؛ P: السعر

ثانياً- معدل العائد في الزمن المستمر: في هذه الحالة معدل نمو الثروة بين الفترتين مقسّم على عدة فترات جزئية ولتكن q، ففي الحالة السابقة اعتبرنا أن q=1 على أساس أن العوائد تم حسابها مرة واحدة في نهاية الفترة ولتكن سنة فما هو معدل العائد الشهري، الأسبوعي، اليومي، الساعي... ؟

$$\left[1 + \frac{R_{it}^q}{q}\right]^q = \frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \Leftrightarrow R_{it}^q = q \times \left(\sqrt[q]{\frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}}} - 1\right) \dots\dots\dots(02-02)$$

معدل العائد السنوي أكبر من الشهري وهذا الأخير أكبر من الأسبوعي، وهكذا كلما زادت الفترة الجزئية ارتفاعاً كلما انخفض معدل العائد، لكن ما هي نهاية معدل العائد لما يؤول عدد الفترات إلى مالا نهاية؟

$$\left[1 + \frac{R_{it}^q}{q}\right]^{q \times n} = \frac{P_{it-1+n} + \sum_{j=t}^{t-1+n} D_{ij}}{P_{it-1}} = \lim_{q \rightarrow \infty} \left[1 + \frac{R_{it}^q}{q}\right]^{q \times n} = e^{r \times n} \dots\dots\dots(02-03)$$

من المعادلة السابقة علاقة معدل العائد في الزمن المستمر في نهاية السنة بدلالة معدل العائد في الزمن المتقطع هي على النحو التالي:

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 1430هـ-2009م، ص112 وص114.
² على بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، " دراسة نظرية وقياسية باستخدام نماذج "CAPM-GARCH" لبورصات مختارة خلال الفترة (2007-2012)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2014، ص 102-103.

$$e^{R_{it}^c} = \frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \Leftrightarrow R_{it}^c = \text{Log} \left(\frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \right) = \text{Log}(1 + R_{it}^d) \quad \dots\dots\dots(02-04)$$

أما علاقة معدل العائد في الزمن المستمر بمعدل العائد في الزمن المتقطع بصفة عامة هي على النحو التالي:

$$e^{R_{it}^{C \times n}} = (1 + R_{it}^d)^n \quad \dots\dots\dots(02-05)$$

ومنه نخلص أن معدل العائد في الزمن المستمر يحسب بصفة عامة بالعلاقة التالية:

$$R_c = \text{Log} \left(\frac{P_{it} + D_{it}}{P_{it-1}} \right) \quad \dots\dots\dots(02-06)$$

ثالثاً- التوزيع الطبيعي لمعدلات العائد

تعتبر دالة التوزيع الطبيعي من بين أهم الدوال المعتمدة في النظرية المالية لدراسة توزيع وسلوك العائد، يعرف التوزيع الطبيعي بالخصائص الإحصائية (المتوسط μ و الانحراف المعياري σ)، وتكتب دالة كثافته الاحتمالية على النحو التالي :

$$f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \cdot e^{-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2}} \quad a \quad \infty \leq x \leq +\infty \quad \dots\dots\dots(02-07)$$

أما دالة كثافة التوزيع الطبيعي المركز المختصر؛ ذو المتوسط المعدوم وانحراف المعياري المساوي للواحد على النحو التالي:

$$f(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \cdot e^{-\frac{z^2}{2}} \quad \dots\dots\dots(02-08)$$

كما توجد دالة أخرى كثيرة الاستعمال في المجال المالي، وهي دالة التوزيع لوغاريتم الطبيعي $La\ loi\ log\ normale^1$.

2- المبحث الثاني: مخاطر الصكوك وآليات إدارتها

تلازم المخاطر مختلف العمليات التمويلية والاستثمارية، كونها جزء لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي ككل، ويزداد الأمر أهمية أثناء اتخاذ القرارات المالية، فقدرة أي أصل مالي على توليد عوائد، مرهون بمدى تعرضه للمخاطر، ولعل مما ساهم في تعميق أثر المخاطر على الأدوات التمويلية الإسلامية، سعة انتشار قنوات العولة المالية وتحرير الأسواق المالية، ما نتج عنها من تقلبات حادة في أسعار مختلف الأصول المالية، إضافة لذلك فإن تعرض المنتجات المالية الإسلامية للمخاطر الاستثمارية لا تقتصر على المخاطر الائتمانية، السوقية، السيولة، وكذا المخاطر التشغيلية، وإنما يتعدى الأمر إلى مخاطر أخرى إضافية مرتبطة بمخاطر عقود التمويل الإسلامي المهيكلة لمنتجات التمويل الإسلامي، مما استدعى ضرورة إيجاد آليات لترشيد الصناعة المالية الإسلامية بهدف إدارة مختلف المخاطر الاستثمارية والتحوط لها.

من أجل ذلك خصص هذا المبحث للتعرف على مفهوم المخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي، وطرق قياسها ضمن أساسيات حول المخاطر؛ إضافة إلى استعراض المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها الصكوك من وجهة نظر ثلاث جهات، المستثمر (حملة الصكوك)، المصدر والملتزم مع الإشارة إلى آليات إدارة تلك المخاطر بشكل عام.

¹ علي بن الضب، فاطمة بن الناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية - دراسة قياسية مقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010-، مجلة الواحات، العدد 12، 2011، جامعة غرداية، الجزائر، ص ص 568-593.

2-1- أساسيات حول المخاطرة

مصطلح المخاطر ليس مصطلحاً جديداً في الاستخدام، وإنما جديد من حيث أخذه الحيز الواسع، حيث باتت المخاطر محور القرارات الاستثمارية والدراسات الاقتصادية، وقد ازدادت أهميتها في الفترة الراهنة للتقلبات الشديدة التي تطرأ على الأسواق المالية. إذ تمثل تحدياً للتمويل التقليدي والإسلامي معاً. حيث يجمع الخبراء والمتخصصون على أن أي نمو اقتصادي لا يمكن أن يتم بدون ركوب المخاطر. فلا ربح بدون مخاطرة وهو المبدأ الأول في الاستثمار. ومع أهمية المخاطر في قرارات الاستثمار-باعتبارها أحد متغيري القرار الاستثماري-، فإن هناك اختلافات في تعريفها تعكس وجهات نظر الباحثين حول هذا المفهوم، ومجال المخاطرة في حد ذاتها¹.

ففي الوقت الذي يعرف البعض المخاطر بعدم التأكد بينما البعض الآخر بالتقلب في عوائد الاستثمار، يرفض آخرون خلط المخاطر بعدم التأكد أو التقلب. ومنهم من يرى أن مصطلح المخاطر لا يحتاج تعريفاً مفصلاً، لأن لفظها يدل على المراد بها.

وسنحاول من خلال ما سيأتي، التطرق إلى مفهوم المخاطرة بين الفكر المالي التقليدي والإسلامي مع الإشارة إلى المخاطرة والمصطلحات المشابهة، أنواع المخاطر من منظور تقليدي، وأدوات قياسها.

2-1-1- مفهوم المخاطرة بين الفكر المالي التقليدي والإسلامي: نال مفهوم المخاطرة اهتماماً واسعاً في الأدبيات المالية إبان عقدي الستينات والسبعينات واستمر إلى الوقت الحاضر على أثر التطور والاهتمام الحاصل في الأوراق المالية وأسواقها. حيث سنستهل بتحليل المداخل الأساسية للتعريف بالمخاطر الاستثمارية من منظور الفكر المالي التقليدي مع إظهار المصطلحات ذات الصلة، وتقرير المعاني الفقهية التي رمت إليها ثم نتطرق إلى تصنيف المخاطر الاستثمارية وذكر طرق قياسها، وفيما يلي بيان لذلك.

أولاً- مفهوم المخاطرة في الفكر المالي التقليدي: من المهم قبل التطرق لمعنى المخاطرة من منظور المالية التقليدية التمييز بين المفهوم التجريدي والمعري للمصطلح.

- فالمخاطرة تتميز حسب النظرية التجريدية بأنه واقع قائم بحد ذاته في عالم المال والأعمال.
- وحسب المفهوم المعري هو الحكم الصادر من شخص أو تطبيق بعض المعارف للتعامل مع حالة عدم التأكد (عدم اليقين)².

أما في مجال التمويل تتمثل المخاطرة في احتمال الحصول على عوائد فعلية أقل من العوائد المتوقعة، ويشمل هذا احتمال خسارة جزء من المبلغ المستثمر أو كله، نتيجة عدم بلوغ سعر الأصل المالي المستثمر فيه المستوى المرغوب فيه³.

بشكل عام تمثل المخاطرة حالة تباين العوائد المحققة عن العوائد المتوقعة، أي انحراف العائد الفعلي لاستثمار ما عن العائد المتوقع منه، والجزء غير المتوقع يمكن أن يكون قد حدث نتيجة لعوامل مفاجئة لم يتم أخذها في الحسبان عند حساب العائد المتوقع من استثمار معين⁴ وتسمى كل العوامل المساهمة في عدم بلوغ وانحراف العوائد الفعلية للاستثمار عن تلك المتوقعة بـ: المخاطر⁵.

¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة المخاطرة، مرجع سابق، ص 126.

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 618.

³ علي بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، مرجع سابق، ص 104

⁴ وردكوجلج، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 19.

⁵ علي بن الضب، قياس تكلفة رأس المال، مرجع سابق، ص 104.

كما تجدر الإشارة أنه بعد استقراء المعنى المالي للمخاطرة في البحوث والكتب المالية، لاحظنا اقتران المصطلح بمصطلحين هما التقلب (التذبذب)، وعدم التأكد (عدم اليقين)، لذلك سنحاول من خلال ما سيأتي التمييز بين المخاطرة والمصطلحات المشابهة لها.

✓ **المخاطر والمصطلحات المشابهة:** تتميز النظرية المالية بغناها بالمصطلحات، هذه الميزة جعلت هناك الكثير من الخلط بينها، حيث توجد عدة مصطلحات تستخدم لتعني نفس الشيء بالرغم من اختلافها. من بين هذه المصطلحات نجد، المخاطرة، التقلب، وعدم التأكد، لذلك يكون من المهم التمييز بينها¹.

1- المخاطرة وعدم التأكد: عادة ما يقترن مفهوم المخاطرة بمفهوم عدم التأكد، فعندما نكون أمام حالة من الاختيار، يتم تطبيق كلاً من المخاطرة وعدم التأكد، إذا يرتبط كلتا المفهومين بالعشوائية، وفي حين كون المخاطرة كناية عن عشوائية الأحداث التي يمكن قياس احتمالاتها، إما عن طريق الاستنتاج (النماذج النظرية) أو الاستقراء (اعتماداً على دورية الأحداث ومدى تكرارها)، فإن العشوائية في حالة عدم التأكد غير قابلة للقياس، على العكس من المخاطرة².

ويعد فرانك نايت Frank Knight في (1921)³ أول من ميّز بين المخاطر والاحتمالية أي قابلية القياس وعدم اليقين أو عدم التأكد، فخص المخاطر بالحالات التي يمكن قياسها كمياً اعتماداً على توفر معلومات تاريخية كافية تساعد متخذ القرار في وضع احتمالات متعددة، أي توزيع احتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقلة تحت شرط أن يساوي مجموع التوزيع الاحتمالي الواحد الصحيح، وبالتالي يمكن التنبؤ بالمخاطر باحتمالات حدوثها. أما عدم اليقين (عدم التأكد) فيشير إلى حالة الجهل الكامل بالنتائج المحتملة، ما يجعل قياسها الكمي واتخاذ قرار رشيد حيالها أمراً مستحيلاً ويعني ذلك أنه في حالة المخاطر، يمكن محاولة السيطرة على المجهول من خلال تطبيق المعارف المتاحة. أما في حالة عدم التأكد، فالمجهول عشوائي، ولا يمكن توقعه أو السيطرة عليه⁴ ويطلق عليه "عدم التأكد التام"، حيث يرى (F. Night) بهذا الخصوص أن الربح الحقيقي يحدث فقط عند مواجهة عدم التأكد التام⁵.

ويمكن أن نستنتج أن حالة عدم التأكد تلازم جميع الأنشطة الاستثمارية التي تعتمد نتائجها على ما سيحدث في المستقبل، ولكنه غير كافي للدلالة على وجود مخاطر إذ من الممكن التعرض لظروف عدم التأكد دون التعرض للمخاطر، في حين أن وضعية مخوفة بالمخاطر تعني بالضرورة وجود حالة عدم التأكد⁶.

2- المخاطر والتقلب (Volatility): بالرغم من أن التقلب والمخاطر مصطلحين مختلفين، إلا أنه تم جمعهما بشكل خاطئ لعينان نفس الأمر، فمعظم المستثمرين يعتقدون أنهما مصطلحين قابلين للتبادل، حيث تعرف المخاطر في هذا السياق على أنها "مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً"⁷، ويعد

¹ عائشة بخالد، اختبار كفاءة السوق نيويورك المالي عند المستوى الضعف "دراسة حالة مؤشر داوجوانز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014"، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة ورقلة، 2015/2014، ص46.

² ورد كوجك، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص19.

³ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص618. وأنظر أيضاً: عائشة بخالد، اختبار كفاءة السوق نيويورك، مرجع سابق، ص46.

⁴ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص618.

⁵ FARANK H. KNIGHT, Risk, Uncertainly And Profit, Houghton Mifflin Company, Boston and New york, 1921, pp 47-48

⁶ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة المخاطرها، مرجع سابق، ص126.

⁷ منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008م، ص219.

الأكاديميون والخبراء الماليون في الأسواق المالية أكبر المسؤولين عن هذا الخلط بين المفهومين، لأنهم يدعون التقلبات مخاطر وذلك في سبيل تبسيط المصطلحات لجمهور المستثمرين.

بينما يشير التقلب إلى المقدار من المخاطر المتعلقة بحجم التغيرات في قيمة الأصل المالي، حيث أن ارتفاع التقلب يعني احتمال تشتته أو انتشاره أو توزيعه على نطاق واسع خلال فترة زمنية في كلا الاتجاهين (صعوداً أو هبوطاً) إما أرباحاً أو خسائر كبيرة، وانخفاض التقلب يعني أن قيمة الأصل المالي لا تتقلب بشكل كبير، ولكن التغيرات في القيمة تكون بشكل شبه ثابت على مدى فترة من الزمن¹؛ بمعنى أن التقلب هو مجرد معيار لقياس سرعة تغير السعر خلال فترة زمنية معينة؛ أما المخاطرة هي احتمال تحقيق خسائر دائمة أو طويلة الأمد في قيمة الأصل المالي المستثمر فيه.

وعليه فإن الخلط بين المفهومين يكلف المستثمرين الكثير من الخسائر لأنهم سيهتمون بالحديث عن المخاطر كونها تقلبات فقط، مما يجعلهم يتجنبون المخاطر في أصولهم المالية ومحافظهم الاستثمارية دون التفكير في المخاطر الكلية، فعلى سبيل المثال إن العديد من المستثمرين ومسيرين المحافظ والصناديق الاستثمارية يبحثون على الاستثمار في السندات والنقود على الرغم من عوائدها الضعيفة مجرد أنها تتقلب أقل من أسعار الأسهم، إن هذا الأمر بالتأكيد سيكون على المدى القصير ذو تقلبات منخفضة والتي هي أقل خطورة، أما على المدى الطويل فقد يكون أكثر خطورة عندما نهتم بقياس أفاق النمو الطويل الأجل².

ثانياً- المخاطرة في الفكر المالي الإسلامي

توصلنا بعد البحث عن المعنى الفقهي للمخاطرة في بحوث وكتب المتخصصين والمنظرين في المالية الإسلامية إلى أن استخدام الفقهاء لمفهوم المخاطرة لا يكاد يخرج عن المعنى اللغوي لها، حيث لم يشير الفقهاء القدامى إلى مصطلح (الخطر) أو (المخاطرة) بمعناه الحديث، لأنه لفظ مستحدث أستخدم في الدراسات الاقتصادية والمالية المعاصرة، جاءت ترجمته من الكلمة الإنجليزية "Risk"، ولكن الفقهاء أوردوا بعض الألفاظ والمعاني التي تتفق في المعنى مع لفظ المخاطرة، ومن أهم هذه الألفاظ نجد مصطلح "الغرر"³.

الغرر، هو أحد أصول المعاملات المحرمة الذي يمكن أن يبطل المعاملة في الشريعة. والغرر لغة يعني الخطر، ومجهول العاقبة⁴، حيث ورد في محيط اللغة أن⁵: "الغرر: كالخطر، غرر بماله إذا حمله على خطر"، وهو يتضمن أيضاً معنى الخداع والإغراء. إذن المقصود بالخطر لغة هو احتمال التلف أو الهلاك أو الخسارة⁶.

أما الغرر في الفقه فهو مالا يعلم مآله لجهالة حول حقيقة وجوده أو لجهالة صفاته الأساسية⁷.

¹ عائشة بخالد، اختبار كفاءة السوق نيويورك المالي، مرجع سابق، ص 47. بتصرف

² عائشة بخالد، مرجع سابق، ص 47 48.

³ محمد إبراهيم نقاسي، آليات إدارة مخاطر الصكوك بين الواقع التطبيقي والتنظير الفقهي، بحث متاح على الرابط: <https://www.tci-thaijo.org/index.php/HIKMAH/article/download/117105/89942>، تاريخ التحميل: 2018/12/03، ص 4.

⁴ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 225.

⁵ كافي الكفاة صاحب، إسماعيل بن عباد، المحيط في اللغة، ج 4، 385/362، تحقيق محمد حسن آل ياسين، ط1، عالم الكتب، بيروت، لبنان، 1414هـ/1994م، ص 511

⁶ سامي السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 149.

⁷ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، ط1، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRA)، كوالالمبور، ماليزيا، 2011، ص 141.

ويصف ابن القيم الغرر بأنه: "ملا يقدر على تسليمه سواء كان موجوداً أو معدوماً كبيع البعير الشارد، فإن موجب البيع تسليم المبيع والبائع عاجز عنه، والمشتري إنما يشتريه مخاطرة ومقامرة، فإن أمكنه أخذه كان المشتري قد قمر البائع - وإن لم يمكنه أخذه كان البائع قد قمر المشتري"¹. وعرفه وهبه الزحيلي بأنه: "البيع الذي يتضمن خطراً يلحق أحد المتعاقدين. فيؤدى إلى ضياع ماله"². وقال العدوى عن الخطر والغرر: هما لفظان مترادفان بمعنى واحد، وهو ما جهلت عينه، وما تردد بين السلامة والعطب³. أما الغرر حسب المصطلح الاقتصادي عادة ما يعرف إما بحالة عدم اليقين أو الخطر أو المجازفة. مما سبق يمكن أن نتوصل إلى أن هناك علاقة وطيدة بين الغرر والمخاطرة - رغم وجود وجهات نظر تخالف هذا الرأي -، وإذا كان الغرر هو الخطر أو "المخاطرة"، فإن الخطر كما أقره ابن تيمية نوعان، مفرقاً بين المخاطرة الايجابية والمخاطرة السلبية: "المخاطرة مخاطرتان: مخاطرة التجار، وهو أن يشتري السلعة بقصد بيعها ويربح ويتوكل على الله - ففي هذه المخاطرة صلاح للتاجر وللمنتج وللمستهلك، ولذلك فهي مخاطرة مبررة ومرغوبة اجتماعياً رغم الغرر الذي فيها ورغم الجهالة التي تكثف نتائجها، وهي التي تؤهل باذنها للارتباح؛ أما المخاطرة السلبية فهي لا تديم منفعة ناجزة ولا تنتج منفعة جديدة ولا تنقل المال بين الناس على أسس مشروعة، وفيها يقول ابن القيم: والخطر الثاني: الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل، فهذا الذي حرمه الله تعالى ورسوله"⁴.

بناءً على ذلك، فإنه يمكن استنباط أقسام المخاطر من حيث حكمها الشرعي:

✓ أقسام المخاطر من حيث حكمها الشرعي: بما أن المخاطر في الاقتصاد تمثل الخسارة المحتملة للثروة، فإن المخاطر في حد ذاتها ليست مرغوبة من المنظور الإسلامي، ولكن لا بد من تحملها من أجل توليد المزيد من الثروة والقيمة. حيث، لا تتم المفاضلة بين الأنشطة الاقتصادية من منظور إسلامي بناءً على ما تتضمنه من مخاطر بل أيضاً ما تضيفه من قيمة أو تولده من ثروة.

في هذا السياق، نجد ثلاثة أنواع من المخاطر من حيث حكمها الشرعي⁵:

أ. **مخاطر التجارة أو مخاطر الاستثمار في المشاريع:** ويمكن تسميتها أيضاً بالمخاطر الأساسية التي لا مفر منها، والمتأصلة في جميع الصفقات التجارية، وهي من طبيعة أي نشاط اقتصادي. تعد هذه المخاطر التجارية ضرورية لا بد من تحملها لجني الأرباح أو العوائد المرتبطة بها وتحمل هذا النوع من المخاطر جائز شرعاً، بل مرغوب فيه، لأنها ترفع من كفاءة الأنشطة الاقتصادية في المجتمع، ويساعد على تلبية حاجاته، وهي مخاطر لا يمكن تجنبها بالنظر لطبيعة الأعمال الاستثمارية والتجارية، وليست مماثلة للمخاطر التي هي من النوع الثاني الموالي التي يمكن تجنبها في المعاملات.

ب. **المخاطر المحرمة:** ويمكن تسميتها أيضاً بالمخاطر غير ضرورية، لأنها لا تضيف أي قيمة اقتصادية للمجتمع كمخاطر الاستثمار في المشاريع المذكورة في النوع الأول. وهذا النوع من المخاطر هو المحرم لما يتضمنه من

¹ نقلاً عن: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 225

² وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، ط1، دار الفكر دمشق، سوريا، 2002، ص32.

³ عادل سلماني، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي "دراسة حالة ماليزيا"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2013، ص 192.

⁴ اعتماداً على: عبد الجبار أحمد السبهاني، في المخاطرة ومعناها، مقال منشور بموسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، 2009/06/21، متاح على الرابط: <https://iefpedia.com/arab/?p=1837>، تاريخ التصفح، 2019/09/08. وسامي السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص155.

⁵ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص227 وصص 619-620.

الغرر الفاحش. وعادة ما يعرف الغرر اقتصادياً- كما تم الإشارة إليه سابقاً- بحالة عدم اليقين أو الخطر أو المجازفة، كما قد يعمم معناه ليشمل حالات الجهل، والقمار، والغش، والاحتيال. وعموماً يرتبط الغرر بالتردد بين الحصول والعدم أو جهالة بنود العقد أو محل العقد، وبالتالي، يمكن أن يكون البيع باطلاً بسبب الغرر الفاحش المرتبط بوجود محل العقد أو القدرة على حيازته وتسليمه أو المرتبط بجهالة الكمية، أو الجودة، أو السعر، أو وقت دفع الثمن. وقدّم ابن تيمية حسب تصنيفه للمخاطر- كما ورد سابقاً- تعريفاً مختلفاً للغرر (المخاطر المحرم)، حيث ساواه بأي نشاط يؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل مثل لعب القمار. وبالتالي، حرم كل الصفقات التي تشبه القمار لما تتضمنه من غرر فاحش.

ج. **المخاطر الأخرى:** وهي المخاطر الأخرى الجائزة شرعاً والتي يمكن تحملها أو تجنبها ولا تندرج ضمن النوعية المذكورين أعلاه. ومن أمثلة هذه المخاطر مخاطر التشغيل كاحتمال وقوع الكوارث الطبيعية، ومخاطر السيولة... وغيرها.

2-1-2- تصنيف المخاطر من منظور تقليدي: تعرف تصنيفات المخاطر على أنها مجموعات (أو تقسيمات) المخاطر التي تساعد على تنظيم التحديد، والتقييم والقياس والمراقبة خلال طول فترة التعرض للمخاطر. وتستخدم تصنيفات مخاطر الاستثمار، لتحديد تأثيرها الكلي على عوائد الأصول المالية المستثمرة فيها.

عموماً، اختلف الباحثون في تصنيفهم وتقسيمهم للمخاطر تبعاً للزاوية التي ينظر منها كل باحث للمخاطرة، وسنقتصر في دراستنا على التصنيف المعاصر للمخاطرة الذي يستند إلى نظرية سوق رأس المال وبالتحديد نظرية المحفظة الاستثمارية، وبموجبها تصنف المخاطر إلى: مخاطرة نظامية (Systematic Risk)، ومخاطرة فريدة أو غير نظامية (Unsystematic Risk)، ومخاطرة كلية (Total Risk) ناتجة عن مجموع المخاطرتين النظامية وغير نظامية، وأصبح هذا هو التصنيف الحديث للمخاطرة التي يأخذ به كل من الماليين والمستثمرين، وقد استمد هذا التمييز الحاسم بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهي الفكرة الرئيسية التي يقوم عليها هذا النموذج بهدف حساب تكلفة التمويل أو رأس المال والعائد المطلوب. يتبين من التصنيف السابق للمخاطرة أنها تتألف من ثلاثة أنواع هي: المخاطرة النظامية، والمخاطرة غير نظامية وحاصل جمعها يعطي المخاطرة الثالثة المعروفة بالمخاطر الكلية (Total Risk) وفيما يلي توضيح عن تلك المخاطر:

أولاً- المخاطر النظامية (Systematic Risk): تسمى أيضاً بالمخاطر غير قابلة للتنوع (Undiversifiable) -أي لا يمكن تجنبها بالاعتماد على التنوع-، وتعبّر عن درجة التقلبات في قيمة الأصول المالية نتيجة للتقلبات التي تطرأ على السوق ككل¹، لذلك تقاس بحساسية عائد الاستثمار في الورقة أو المحفظة المالية اتجاه التغيرات في عائد السوق. وفي إطار الاستثمار بالأوراق المالية يكون التأكيد الأكبر على المخاطر النظامية التي لا يمكن التخفيف منها. وأن السبب وراء الاهتمام بالمخاطر النظامية كون تأثيرها يشمل عموم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية ولكن بدرجات متفاوتة، ولهذا يصطلح عليها بمخاطر السوق (Market Risk)، فكلما كان ارتباط عائد ورقة مالية معينة بتغيرات عائد السوق الذي يعكسه الواحد الصحيح كلما زاد المخاطر النظامية لهذه الورقة مقارنة بورقة مالية ينخفض فيها مستوى الارتباط القائم ما بين عائد الورقة وعائد السوق، لذلك فالمخاطر النظامية (المنتظمة) تعود لمؤشر مشترك ما بين الأصول المالية المختلفة بنفس الكيفية ولكن بدرجات متفاوتة.

¹ John .F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, John Wiley and Sons Edition, New York, USA, 2000, p181.

وهنا يجدر التنويه أن استخدام اصطلاح المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع كمرادف للمخاطر النظامية يعد استخدام غير دقيق، ذلك أنه يعطي انطباعاً بعدم إمكانية تخفيض تلك المخاطر بالتنوع، حيث أن التنوع الساذج أو البسيط لا يسهم بالفعل في تخفيض المخاطر النظامية، إلا أن أسلوب ماركوفيتز في التنوع فضلاً عن التنوع الدولي من شأنها أحياناً تخفيض تلك المخاطر¹.

وعليه نستخلص أهم خصائص المخاطر النظامية فيما يلي²:

1. تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.
2. لا يقتصر تأثيرها على مشروع معين أو قطاع معين.
3. ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو التضخم أو ارتفاع معدلات أسعار الفائدة والعوامل السياسية، فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة.
4. تكون درجة المخاطر النظامية أو السوقية مرتفعة في الحالات التالية:
 - ✓ في القطاعات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران.
 - ✓ في القطاعات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الحديدية، والنفط والغازات.
 - ✓ في المؤسسات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية وهي الشركات التي تكون الرفع التشغيلي مرتفعة فيها.

ويمكن القول أن أكثر القطاعات تعرضاً للمخاطر النظامية هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أوراقها المالية بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام، وكذلك بنشاط الأوراق المالية، وهذه الشركات كبيرة الحساسية للتغيرات التي تطرأ على السوق.

ثانياً- المخاطر غير النظامية (Unsystematic Risk): ويطلق عليها أيضاً، المخاطر التي يمكن تفاديها (Avoidable Risk)، أو المخاطر القابلة للتنوع (Diversifiable Risk)، أو المخاطر الخاصة (Special Risk)، أو المخاطر المتبقية (Residual Risk)³، وهي مقدار التقلب أو التباين بالعوائد الناجم عن الظروف الخاصة بورقة مالية معينة دون غيرها من الأوراق الأخرى، وليس له علاقة بالتغيرات في عوائد محفظة السوق⁴؛ أي أنها تعبر عن درجة التقلبات في قيمة الأصول المالية غير المتزامنة مع تلك التقلبات التي تطرأ على السوق ككل⁵.

ففي الوقت الذي لا يمكن تجنب المخاطر النظامية لشموليتها وارتباطها بالسوق، فإن المخاطر غير النظامية يمكن تجنبها وحسن التصرف معها بشكل أكفأ من المخاطر النظامية، من خلال تنوع المستثمر لمحفظة الأوراق المالية الخاصة به وعدم التركيز على أوراق مالية تصدرها جهة معينة⁶. ومن الأمثلة على المخاطر التي يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع، التغيرات التي تطرأ على

¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 130

² المرجع السابق، ص 130-131

³ Matthew Bishop, **Essential Economics**, the Economist Newspaper, Profile Books Ltd, London, 2004, p40, p227

⁴ على بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، مرجع سابق، ص 122. ومحمد على إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، ط 1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013م، ص 43.

⁵ John .F. Marshall, Dictionary of Financial Engineering, **Op-Cit**, p172

⁶ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، ط 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 195-196. بتصرف

عائد ورقة مالية صك مثلاً، نتيجة لدورات اقتصادية ترتبط بالصناعة التي تنتمي إليها جهة إصدار الصك، أو نتيجة لإضرابات عمالية أو أخطاء إدارية تعاني منها، أو نتيجة لتغير طراً على أذواق المستهلكين بالنسبة للسلعة التي تنتجها، أو ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجها، حيث يتباين حجم المخاطر غير النظامية من صناعة أو شركة إلى أخرى¹.

ثالثاً- المخاطر الكلية (Total Risk): هي إجمالي المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمار في الأصول المالية، أي أنها تشير إلى مجموع التباين الكلي في معدل العائد، وتساوي إلى حاصل جمع المخاطرتين النظامية وغير نظامية وفق المعادلة الآتية:

$$\text{Total Risk} = \text{Systematic Risk} + \text{Unsystematic Risk} \quad \text{.....(2-9)}$$

المخاطرة الكلية = المخاطر النظامية + المخاطر غير نظامية

فباعتبار أن المستثمر يستطيع التأثير على المخاطر غير النظامية من خلال التنوع، بينما لا يستطيع التأثير على المخاطر النظامية، وبالتالي فإنه يمكن التقليل من المخاطر الكلية من خلال المخاطر غير النظامية إلى أقصى درجة ممكنة إلى أن تصبح المخاطر الكلية تتمثل في المخاطر النظامية فقط²-الموضحة في الشكل (2-2) أدناه؛

كما يمكن أن نستنتج أن مصادر المخاطر الكلية تضم كلا من مصادر المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية والتي يمكن أن نلخصها في: مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات، مخاطر سعر الفائدة، باقي مخاطر السوق، مخاطر القوة الشرائية، مخاطر الإدارة.

ويعكس إتساع التوزيع الاحتمالي للعائد حجم المخاطر الكلية (Total Risk) التي ينطوي عليها هذا العائد، أي أن التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد يوضح درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، حيث أن المخاطر الكلية للاقتراح الاستثماري تزداد كلما زاد احتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة (مع العلم أن التشتت هو انحراف القيم عن وسطها الحسابي)³. وكقاعدة عامة وبالنظر إلى الشكل رقم (2، 1) أدناه، كلما كان توزيع الاحتمالات أكثر إحكاماً (ضيقاً) كلما كانت النتيجة الفعلية أقرب إلى القيمة المتوقعة، وكلما كان توزيع الاحتمالات أقل إحكاماً أصبحت النتيجة الفعلية أبعد عن القيمة المتوقعة وأكثر خطورة⁴، أي أن اتساع المسافة بين طرفي المنحنى تدل على زيادة درجة المخاطرة الكلية في الاستثمار، والعكس صحيح، فكلما كان المنحنى أقل اتساعاً كلما دل ذلك على تقارب معدل العائد المتوقع مع معدل العائد الفعلي، وكلما كان المنحنى مديباً قلت درجة المخاطرة. وبالنظر إلى الشكل (2، 1) أدناه، نجد أن التوزيع الاحتمالي للمشروع (ب) يعكس عائداً ينطوي على مخاطر كلية تفوق تلك التي ينطوي عليها العائد الذي يعكسه التوزيع الاحتمالي للمشروع (أ)⁵.

¹ ورقة بحث بعنوان: المخاطر وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، متاح على الرابط: syrianfinance.gov.sy/assets/files/20032.doc، تاريخ التحميل: 2011/07/07م، ص 8

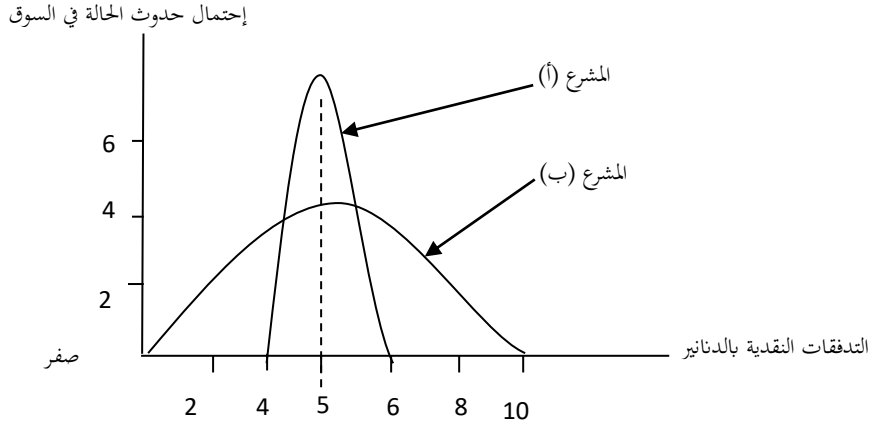
² الأخضر لقيطي، وحمة غربي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية-دراسة ميدانية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي " الواقع ورهانات المستقبل"، غرداية، الجزائر، المنعقد يومي 23-24 فيفري 2011م.

³ حرية الشريف، تقرير حول: عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، جانفي 2005، ص 7

⁴ علي عباس، الإدارة المالية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008م، ص 152

⁵ حرية الشريف، عائد ومخاطر الاستثمار، المرجع السابق، ص 7.

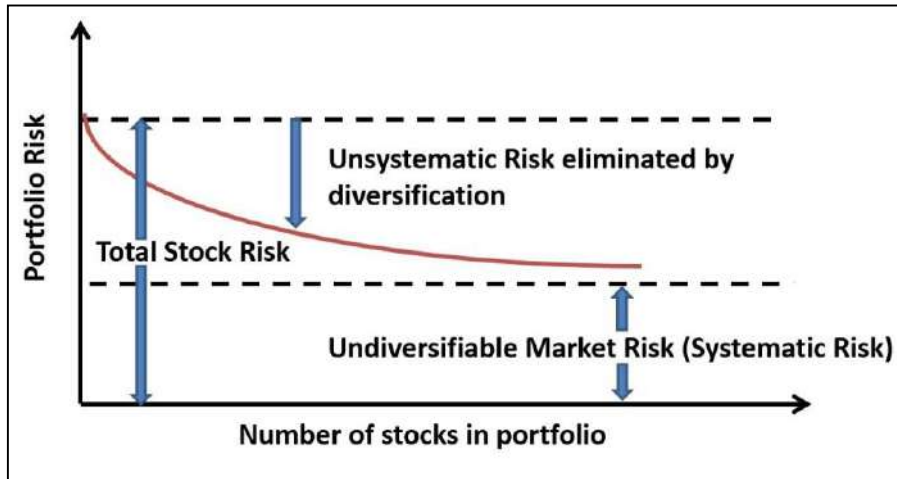
الشكل رقم (2-1): منحنى التوزيع الاحتمالي للعوائد



المصدر: علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 151

رابعاً- العلاقة بين أصناف المخاطر: يظهر من خلال الشكل (2-2) أن طبيعة العلاقة الموجودة بين أصناف المخاطر الثلاثة المذكورة سابقاً، تتمثل في كون المخاطر الكلية تتحدد بسرعة كلما ازداد حجم الأصول الاستثمارية وتنوعها، ويعود السبب في ذلك إلى تلاشي المخاطرة غير النظامية من خلال عملية التنوع في مكونات المحفظة الاستثمارية إلى أن تستبعد أو تتلاشى نهائياً عند حد معين من الاستثمارات، وتصبح المخاطر الكلية عند ذاك مساوية فقط إلى المخاطرة النظامية التي لا يمكن استبعاد أثرها بالتنوع¹.

الشكل (2-2): العلاقة بين أنواع المخاطر من خلال عملية التنوع



Source : Cheng-Few Lee, Alice C. Lee, John Lee, **Handbook of Quantitative Finance and Risk Management**, Springer New York Dordrecht Heidelberg London, New York, USA, 2010, p11

فالتنوع الجيد للأصول المالية يجنب المستثمر مخاطر التقلب في العوائد المصاحبة للتدفقات النقدية المرتقبة للمشاريع الاستثمارية² التي تعكس سلوكها الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية.

¹ محمد العامري، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 42

² عبد الرحمان نعجة، إشكالية المخاطر الاستثمارية في المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليايس- سيدي بلعباس، الجزائر، 2016/2017م، ص 182.

2-1-3- طرق قياس المخاطر: تعتبر المخاطر من المواضيع التي يصعب قياسها بشكل دقيق، ويتضح ذلك من تعريف المخاطر والذي يعني عدم انتظام العوائد، حيث تتخذ كل مؤسسة معايير خاصة لقياس نسبة المخاطر في مشاريعها، وثمة مؤسسات متخصصة في قياس المخاطر، ولكن هناك أدوات عامة تستعين بها كل المؤسسات في قياس مخاطر الأوراق المالية ومن ضمنها الصكوك¹، للتعبير الكمي عن مستوى النسبي للمخاطر، حيث يمكن تصنيف تلك الأدوات في مجموعتين هما²:

✓ مقاييس تعتمد على الأدوات الإحصائية.

✓ مقاييس تعتمد على أدوات التحليل المالي.

أولاً- الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر: تعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم الأصل المالي المستثمر فيه، أو قياس درجة حساسية تجاه التغيرات (التقلبات) التي تحدث في متغير آخر³، ومن أهم هذه الأدوات الإحصائية ما يلي:

1- التباين والانحراف المعياري (Variance and Standard Deviation): يعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس والمؤشرات الإحصائية المناسبة لقياس المخاطر الكلية (المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية)، ويعد مدخلاً ملائماً للتعرف على المخاطر غير النظامية للورقة المالية من خلال قياس تقلب معدل العائد حول وسطه المعبر عن القيمة المستقرة لعدد من مشاهدات معدل العائد، وعليه يقيس هذان المؤشران (الانحراف المعياري، والتباين) مدى انحراف عائدات الصك الاستثماري عن العائدات المتوقعة، فالانحراف المعياري يقيس التشتت (Variance) عن الوسط الحسابي لعائدات الصك الاستثماري لسنوات سابقة، ثم تقارن العائدات السنوية مع المتوسط الحسابي للحصول على درجة الانحراف، وكلما كان تقلب عوائد الصك (سنوية، شهرية، فصلية... الخ) بشكل كبير عن المتوسط (درجة الانحراف كبيرة) يعطي إشارة للمستثمر، كون الصك محل الاستثمار يحمل معه معدل مخاطرة مرتفع، بينما يعبر التقلب المنخفض لعوائد الصك عن وسطه الحسابي عن استقرار الصك الاستثماري وقلة مخاطره.

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}} \quad \dots\dots\dots (2 - 10)$$

وقياس الانحراف المعياري والتباين لا ينحصر ببيانات تاريخية (حالة التأكد) بل يمتد للبيانات المتوقعة أيضاً (في حالة عدم التأكد)⁴، والصيغة العامة عند وجود احتمالات حدث (P_i):

$$\sigma = \sqrt{v} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2 P_i}{n}} \quad \dots\dots\dots (2 - 11)$$

حيث أن:

σ : الانحراف المعياري

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

R : تمثل العائد خلال فترة معينة

¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 133

² عبد الرحمن نعجة، إشكالية المخاطر الاستثمارية في المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 184

³ المرجع السابق

⁴ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 196. وأحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف

الإسلامية، غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 1426هـ/2005م، ص 75

\bar{R} : متوسط العائد

n عدد الفترات التي تتوافر فيها بيانات عن العائد

$\sum_{i=1}^n$: تمثل علامة المجموع وهي تغطي الفترة ما بين $i = 1$ إلى غاية $i = n$

P_i : احتمالات الحدث.

كما يمكن اللجوء لتقنية سبر الآراء لقياس الانحراف المعياري، ويتم ذلك من خلال الحصول على توزيعات احتمالية حول توقعات تطور مؤشر ما أو تذبذباته، ويمكن كذلك تقدير تشتت توقعات المحللين الماليين حول أرباح ورقة مالية مدرجة بالبورصة¹. وتجدر الإشارة أن الانحراف المعياري (σ) يقيس الحجم المطلق للمخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأصول المالية، ولكن السؤال يكمن حول إمكانية اعتباره مقياساً مقبولاً للمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للأصول المالية محل الاستثمار متساوية. وعند المفاضلة بين تلك الاستثمارات فمن المتوقع قبول الاستثمارات التي تنطوي على مخاطر أقل (أي التي تتميز بصغر حجم انحرافها المعياري)، أما في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمارات البديلة من الصعب بأن الاقتراح الذي يتميز بصغر حجم انحرافه المعياري هو الأقل تعرضاً للمخاطر، لأنه في هذه الحالة عادة ما تكون نتائج الانحراف المعياري مضللة، فإن المناسب لقياس المخاطر هو معامل الاختلاف².

2- معامل الاختلاف (Coefficient of Variation): ويطلق على معامل الاختلاف (CV) بدرجة المخاطرة، ويستعمل معامل الاختلاف كمقياس للتشتت النسبي. ويعطي هذا المقياس حجم المخاطر لكل وحدة من وحدات العائد محسوبة على أساس الانحراف المعياري ومقسومة على العائد المتوقع المرجح (المتوسط) وكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة والعكس صحيح.

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)} = \frac{\text{الإنحراف المعياري}}{\text{معدل العائد المتوقع المرجح}} = \text{معامل الإختلاف} \quad (2-12)$$

وبهذا فإن معامل الاختلاف (CV) يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل استثمار كأساس في تقدير حجم المخاطر الذي ينطوي عليه كل منهم، ويوفر أساساً أكثر منطقية للمقارنة بين البدائل المختلفة في الحالات التي يكون فيها العائد المتوقع غير متساوٍ بين هذه البدائل، أي أن معامل الاختلاف يستخدم عادة لتقييم مخاطر الاستثمارات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل مجموعة منها عدداً من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة³.

3- أدوات قياس المخاطر النظامية: تنشأ المخاطر النظامية كما تطرقنا إليها سابقاً من عوامل تؤثر في السوق ككل، وبذلك تتأثر الأوراق المالية جميعاً سلباً وإيجاباً بها، فضلاً عن أن هذه المخاطر لا يمكن تجنبها عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية، ويتطلب تقديره إيجاد الارتباط والتباين المشترك (التغاير) ما بين عائد السوق حسب ما يعكسه مؤشر السوق، وعائد الورقة المالية (الصك الاستثماري مثلاً) محل التحليل لمخاطره النظامية؛ كما يعد المعامل بيتا (Beta) β مدخلاً مناسباً لتحديد المخاطر النظامية، حيث

¹ علي بن الضب، وفاطمة بن ناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة، مرجع سابق، ص 12

² ورقة بحث بعنوان: المخاطرة وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، مرجع سابق، ص 7، بتصرف

³ علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 153. وحرية الشريف، عائد ومخاطر الاستثمار، مرجع سابق، ص 8

يعبر (β) عن مقدار التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر السوق الممثل لتغيرات عائد السوق¹، ومن خلال ما يلي نحاول تناول هذه الأدوات كلاً على حده.

أ- التغيرات -التباين المشترك- (Covariance): هو مقياس لحجم المخاطر النظامية التي تتعرض لها القيمة السوقية لورقة مالية معينة، وهو مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين وذلك من حيث القيمة والاتجاه.

فالمخاطر النظامية التي يتعرض لها عائد الصك الاستثماري تتمثل في تلازم التغير في سعر الصك (عائد الصك) مع التغير العام في حركة الأسعار في السوق (عائد السوق). والتغير يرتبط ارتباطاً مباشراً بالمخاطر النظامية، فكلما زادت قيمة التغير كان ذلك دليلاً على أن الحجم المطلق للمخاطر النظامية التي يتعرض لها الصك الاستثماري كبيراً، أي أن هناك علاقة طردية بين قيمة التغير والحجم المطلق للمخاطر النظامية التي يتعرض لها الصك.

والتغير: هو متوسط مجموع حاصل ضرب انحراف عائد السوق وعائد الصك عن قيمتها المتوقعة.

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{n} \dots\dots\dots (2-13)$$

حيث أن:

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: يمثل التغير المشترك بين معدل عائد الصك (i) ومعدل عائد السوق عبر مؤشر السوق (m)

R_i : تمثل معدل عائد الصك (i) في الزمن t

\bar{R}_i : تمثل القيمة المتوقعة لعائد الصك (i).

R_m : تمثل معدل عائد السوق (m) في الزمن t

\bar{R}_m : تمثل القيمة المتوقعة لعائد السوق.

n : عدد المشاهدات.

وهناك معادلة أخرى لقياس التغير وهي:

$$\text{cov}(R_i, R_m) = \rho_{im}(\sigma_i \times \sigma_m) \dots\dots\dots (2-14)$$

حيث أن:

$\text{cov}(R_i, R_m)$: تمثل التباين المشترك بين معدل عائد الصك (i) ومعدل عائد السوق (m)

ρ_{im} : يمثل معامل الارتباط بين عائد كل من الصك (i) والسوق (m)

σ_i : يمثل الانحراف المعياري لعائد الصك

σ_m : يمثل الانحراف المعياري لعائد السوق

كما أنه يمكن تحديد اتجاه العلاقة بين عائد الصك وعائد السوق باستخدام معامل الارتباط

ب- معامل الارتباط (Correlation): هو أحد مكونات التباين المشترك، وأداة لتحديد نوع وقوة العلاقة بين متغيرين (عائد الصك وعائد مؤشر السوق)، أي أداة لتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للصك (عائد الصك) الذي يحدثه تغير معين في مستوى السوق (عائد السوق).

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص191، بتصرف

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{n} \quad (2-15)$$

ويمكن الحكم على قوة العلاقة بين عائد الصك وعائد مؤشر السوق من حيث درجة قربها أو بعدها عن (± 1) ، حيث أن قيمة معامل الارتباط تقع في المدى $-1 < \rho < 1$ فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط (ρ) من 1 أو -1 كان الارتباط بين عائد الصك وعائد مؤشر السوق قوي، وإذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي، وإذا كانت القيمة سالبة فالارتباط عكسي، وإذا كانت القيمة صفر فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين عائد السوق وعائد الصك.

ويمكن صياغة العلاقة ما بين المتغيرين: عائد السوق عبر مؤشر السوق R_m وعائد الصك R_i باستخدام الانحدار الخطي البسيط لدراسة وتحليل أكثر تغير في عائد السوق على تغير عائد الصك.

ج- نموذج الانحدار الخطي البسيط كمقياس للمخاطر النظامية: ويطلق عليه أيضاً بخط السمة أو نموذج السوق أو نموذج العامل الوحيد¹، ويعتبر هذا النموذج أسلوباً مناسباً لقياس المخاطر النظامية، فهو يسمح بدراسة وتحليل أثر تغير عائد السوق عبر مؤشر السوق على تغير عائد الصك، ويمكن صياغة هذه العلاقة بالمعادلة الخطية الآتية

$$R_i = a_i + B_i R_m \quad (2-16)$$

حيث أن:

R_i : يمثل عائد الصك (i) وهو المتغير التابع (الذي يتأثر)

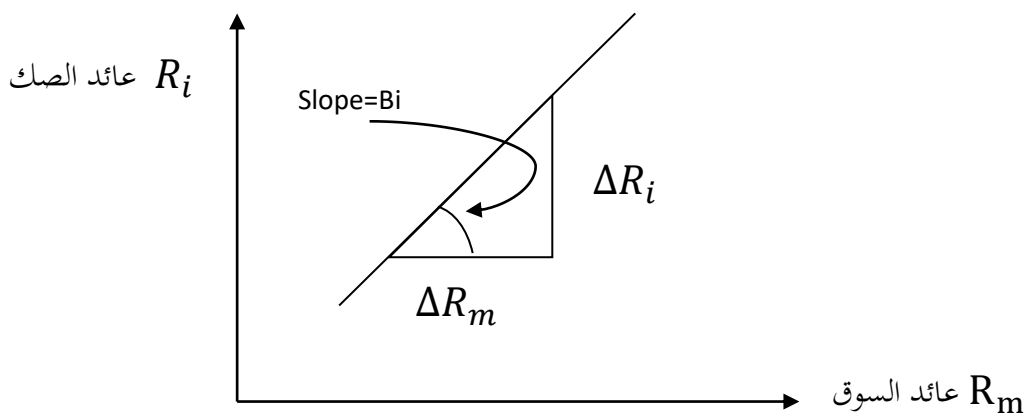
a_i : ثابت يعكس معدل عائد الصك (المتغير التابع) في حالة انعدام قيمة تغير عائد السوق (المتغير المستقل) أي في حالة

$$R_m = 0$$

B_i : بيتا، ثابت، ويمثل ميل معادلة الخط المستقيم $(a_i + B_i R_m)$ ، ويعكس التغير الحاصل في معدل عائد الصك R_i

نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق R_m بوحدة واحدة، ويمثل الشكل رقم (2، 3) هذه العلاقة.

الشكل رقم (2 - 3): تغير معدل عائد الصك بتغير عائد السوق



المصدر: محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 192. بتصرف

¹ بالاعتماد على: حرية الشريف، عائد ومخاطر الاستثمار، مرجع سابق، ص 13. ودراسة بعنوان: الارتباط والانحدار الخطي البسيط، ورقة بحث متاحة على الرابط: www.Jamasi.com/ehsa/correlation/linerok.html، تاريخ التصفح: 2011/07/25م، ص 3

والممارسة العملية التاريخية في الأسواق المالية، توضح بأن هناك اتجاهها اقترانيا ما بين تغيرات أسعار السوق معبراً عنها بمؤشر السوق (Markets Index) وتغيرات أسعار الأوراق المالية، فالإتجاه الصعودي للسوق يقتزن باتجاه تصاعدي لأسعار الأوراق المالية، وعلى العكس عند اتجاه الرقم القياسي لأسعار السوق إلى الهبوط، وبالتالي فالربط ما بين المتغيرين للتعبير عن مدى التأثير الذي يعكس لنا المخاطر النظامية أمر ممكن بواسطة المعامل β ¹.

ويمكن التوصل إلى قياس β من خلال الصيغة:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma_m^2} \dots\dots\dots(2-16)$$

حيث أن:

β_i : تمثل المعامل بيتا للصك الاستثماري.

R_m : معدل عائد مؤشر السوق.

R_i : معدل عائد الصك.

σ_m^2 : تباين معدل عائد مؤشر السوق.

$\text{Cov}(R_i, R_m)$: التباين المشترك (Covariance): وهو حاصل ضرب معامل الارتباط (ρ) بين عائد الصك R_i وعائد مؤشر السوق R_m مضروب في الانحراف المعياري لعائد مؤشر السوق (σ_m) والانحراف المعياري للصك (σ_i) .

ويجري حساب β_i لبيانات تاريخية لعدد من الأوراق المالية (الصكوك مثلاً) للتعرف على مدى ارتباط عائد الصك بعائد السوق، فضلاً عن إمكانية التنبؤ بقيمة β_i عند اعتماد قيم (تنبؤ) لعائدي الصك والسوق.

والطريقة الإحصائية لتقدير المعامل β_i لا تختلف عن الصيغة السابقة بل هي نفسها، حيث تصل إلى \hat{B}_i من خلال تبني

العلاقة:

$$R_i = a_i + B_i R_m + e_i \dots\dots\dots(2-17)$$

e_i : متغير عشوائي

ولقياس المعامل \hat{B} (ميل الخط المقدر):

$$\hat{B}_i = \frac{\sum r_{im}}{\sum r_m^2} \dots\dots\dots(2-18)$$

حيث أن:

$\sum r_{im}$: مجموع حاصل ضرب انحرافات عائد السوق وعائد الورقة عن وسطها الحسابي (r) بالحروف الصغيرة بدلاً من

(R) للدلالة على العوائد بالقيم الإنحرافية (القيمة عن الوسط الحسابي لكل مشاهدة Observation).

$\sum r_m^2$: مجموع مربعات انحرافات عائد السوق متغيراً مستقلاً في العلاقة.

¹ لتفاصيل أكثر أنظر: محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 192-193، بتصرف

لذلك يعد المعامل بيتا (β) من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية لقياسه حساسية عائد الورقة المالية (الصك مثلاً) نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية والمعبر عنه بعائد مؤشر السوق. ويمكن تعريف معامل بيتا بالنسبة للصك: على أنه مقياس لسرعة تأثير الصك مقارنة بحركة السوق. وبموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى صكوك استثمارية ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها أكبر من مخاطر السوق، وذات طبيعة دفاعية إذا كانت بيتا أقل من الواحد الصحيح (1)، أي مخاطرتها ستكون أقل من مخاطر السوق، والجدول رقم (2-1) يفسر المعامل بيتا بالنسبة لمعامل بيتا لعائد مؤشر السوق والذي يساوي الواحد الصحيح (1).

الجدول رقم (2-1): تفسير قيم معامل الحساسية بيتا (β) للصك i

قيم بيتا (β_i) للصك (i)	التفسير
$\beta_i > 1$	مخاطرة الصك (i) أكبر من مخاطرة السوق
$\beta_i = 1$	مخاطرة الصك (i) مساوية لمخاطر السوق
$\beta_i < 1$	مخاطرة الصك (i) أقل من مخاطر السوق
$\beta_i = 0$	مخاطرة الصك (i) غير مرتبطة بمخاطر السوق
$\beta_i = -1$	مخاطرة الصك (i) مساوية لمخاطر السوق ولكن اتجاه تحرك عائد الصك (i) معاكس لاتجاه عائد مؤشر السوق

المصدر: http://www.arab-api.org/course1/c1_2_2.htm#b5 ، تاريخ الإطلاع: 2011/06/25م، بتصرف.

وبهذا يمكن إيجاد المعامل بيتا (β) إذا توفرت لدينا معلومات عن معدلات عائد الصك المصدر عن جهة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة، وكذلك معلومات عن معدل العائد لمؤشر السوق عن الفترة نفسها. مرة أخرى نؤكد أن المخاطر النظامية تعود لمؤثر مشترك ما بين الأصول المالية المختلفة، ومثل هذه المخاطر لا يمكن القضاء عليها من خلال عملية تنويع المحفظة الاستثمارية، وبالتالي فعلى المستثمر طلب تعويضاً عنها أو علاوة مخاطرة (Premium)، لذلك فإن متابعة مؤشر السوق وحساب التغير في معدل عائد السوق الناتج عن المؤشر جاء لمساعدة المستثمر في حساب المخاطر النظامية، ووضع تقدير لعلاوة المخاطرة عند اتخاذ القرار الاستثماري¹.

ونرى أن معامل الحساسية بيتا (β_i) يجمع بين أدوات قياس المخاطر النظامية سابقة الذكر ويظهر ذلك من خلال طريقة حسابه، وعليه يمكن القول أن الاعتماد على المعامل بيتا يكفي لقياس المخاطر النظامية ويساعد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري.

وبالنسبة للمحفظة الاستثمارية باعتبارها مجموعة من الأوراق المالية فإن معامل بيتا للمحفظة β_p هو متوسط معاملات بيتا لأوراقها مرجحة بالوزن الاستثماري، وهذا يعني أن تدني معامل بيتا لأوراق المحفظة ينجم عنه معاملاً β_p منخفضاً للمحفظة الاستثمارية².

$$\beta_p = \sum m_i \beta_i \dots\dots\dots(2-19)$$

¹ محمود الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، صص 193-194، بتصرف
² محمود الداغر، المرجع السابق، صص 221

حيث أن:

β_p : معامل بيتا للمحفظة؛ β_i : معاملات بيتا لأوراق المحفظة الاستثمارية؛ m_i : الوزن الاستثماري لكل ورقة في الاستثمار الإجمالي للمحفظة.

إذن فالمعامل بيتا β_p لمحفظة الأوراق المالية (الاستثمارية) يعبر عن المخاطر النظامية، والذي يعتبر كمؤشر لتسييرها.

ثانياً- أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر: في حالة الصكوك تعتمد هذه الأدوات على قياس قدرة الجهة المصدرة للصكوك على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الدائنين وحملة الصكوك، في الآجال المحددة للتوزيعات الدورية لعوائد الصكوك واسترجاع قيمتها عند استحقاقها، مع تحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين من حملة الأسهم. ويعتمد قياس المخاطر على مجموعة النسب والمؤشرات المالية التي يمكن الاستدلال من خلالها- كمؤشرات تقريبية- على الحالة المتوقعة للمشروع الاستثماري الممول بحصيلة الصكوك من حيث التدفقات النقدية المتوقعة له، وبالتالي هوامش الربح أو مؤشرات التغطية لالتزاماته بشكل عام، منها التوزيعات الدورية لحملة الصكوك. ومن أهم النسب أو المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في هذا الصدد أهم ما يلي³:

- ✓ نسبة المديونية.
- ✓ نسبة التداول (السيولة).
- ✓ درجة الرافعة الكلية (مؤشر حساسية ربح السهم و/أو الصك للتغير في المبيعات).
- ✓ نسبة حق الملكية إلى إجمالي الديون.
- ✓ نسبة التمويل طويل الأجل في هيكل التمويل.
- ✓ نسبة التمويل طويل الأجل إلى الأصول طويلة.
- ✓ نسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول.

2-2- المخاطر التي تتعرض لها الصكوك: بما أن الصكوك قطاع جديد نسبياً، فإن مخاطرها لا تزال غير مستوعبة من بقية المتعاملين والعاملين في الصناعة المالية الإسلامية، ويتوقع أن تواجه الصكوك العديد من المخاطر، حيث ينجر عن وجوب وجود أصول كضمان للعقود المهيكله للصكوك، انتقال (مرور) العوائد و/أو المخاطر المرافقة للتدفقات النقدية المتأنية من تلك الأصول المضمونة والمشكلة لمحفظة الصكوك إلى حملة الصكوك (المستثمرين)؛ وكنتيجة لذلك كل المخاطر التي قد تظهر بعقود الصكوك ترجع في أصلها للمخاطر المرافقة لأصول الصكوك.

وعليه يمكن تعريف مخاطر الصكوك على أنها: تلك المخاطر المالية وغير مالية الناتجة عن عملية إصدار و/أو الاستثمار في الصكوك، وهي نوعان، نوع مماثل لتلك المخاطر التي تواجهها الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر الائتمان، مخاطر السوق ومخاطر السيولة، والنوع الآخر مخاطر تختص (تنفرد) بها الصكوك نتيجة طبيعة العقود الشرعية التي تقوم عليها، إضافة لالتزامها بقواعد الشريعة.

ومن خلال استقراءنا لأنواع المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك وتقسيماتها في البحوث والدراسات المختصة بالموضوع، نجد أن هناك اختلاف وتداخل بين الباحثين في تصنيفهم للمخاطر. يعد ذلك أمراً وارداً يعود لاعتبارات كل باحث أو الجهة المصنفة للمخاطر، باعتبار عملية التصنيف بشكل عام عملية تحكيمية وليست جامعة مانعة. لذا اخترنا دراسة مخاطر الصكوك من ثلاث وجهات نظر: من وجهة نظر المستثمر في الصكوك (Sukuk Investor)، ومن وجهة نظر مصدر الصكوك (Sukuk

³ عبد الرحمن نعجة، المرجع السابق، ص 185. بتصرف.

(Issuer)، وأخيراً من وجهة نظر الملتزم أو الضامن للصكوك (Obligor)، وسنحاول فيما يلي دراسة هذه المخاطر من وجهات نظر هذه الأطراف ذات العلاقة بالصكوك.

2-2-1- مخاطر الصكوك بالنسبة للمستثمر (حامل الصكوك): تتنوع المخاطر التي يواجهها حملة الصكوك (المستثمرين) بتنوع مصادر الخلل أو العجز المحتمل الذي يمكن أن يكون سبباً لنشوء هذه المخاطر. فهناك مخاطر السوق، ومخاطر الائتمان والسيولة، ومخاطر المنتج الجديد، ومخاطر الثقة بمدى شرعية إصدار معين من الصكوك وأخيراً مخاطر تباين المعلومات.

أولاً- مخاطر السوق بالنسبة للمستثمر: بما أن الصكوك عبارة عن تمويل مدعوم بأصول ومبني على ملكيتها، فإن مخاطر السوق تشكل عنصراً مهماً عند الاستثمار فيها. وقبل الخوض في دراسة مخاطر السوق من وجهة نظر المستثمر، لابد من تعريفها وتحديد عواملها.

1- تعريف مخاطر السوق: عرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) مخاطر السوق بأنها "مخاطر الخسائر في المراكز الاستثمارية داخل وخارج قائمة المركز المالي والتي تنشأ عن حركة أسعار السوق"¹. وقد تظهر المخاطر السوقية في ميزانية المؤسسة عند إصدارها للصكوك نتيجة تقلبات القيمة السوقية الحالية والمستقبلية² سواء تعلق الأمر بالأصول المدعومة للصكوك، أو الأصول المالية الأخرى من أسهم وسندات تقليدية أو أسعار صرف العملات وغيرها، والتي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للصكوك في أسواق الأوراق المالية؛ وهي كفيلاً بأن تحديد المشاريع الاستثمارية التي تسعى لتحقيق عوائد مناسبة تغطي التكاليف وتحقيق أرباح صافية لحملة الصكوك³.

تنطوي مخاطر السوق على مخاطر منتظمة (نظامية) ترتبط بالسياسة الاقتصادية الكلية، ومخاطر غير منتظمة (غير نظامية) ترتبط بأصول محددة⁴. وبالتالي، فإن مخاطر العملات والأسهم تدرج ضمن المخاطر المنتظمة في حين تدرج مخاطر السلع أو أصول (موجودات) الصكوك ضمن المخاطر غير المنتظمة المرتبطة بأسواق محددة.

2- محددات (عوامل) مخاطر السوق: تواجه الصكوك كسائر المنتجات المالية الإسلامية. أربع فئات رئيسة من عوامل المخاطر السوقية التي تؤثر في أصول الصكوك وقيمتها السوقية خلال عمرها الاستثماري، وتتمثل في أهم ما يلي⁵:

أ. مخاطر معدل العائد (Rate Of Return) أو هامش الربح (Markup) أو معدل المؤشر المرجعي، والتي لها علاقة بمعدل التضخم وسعر الفائدة في السوق.

ب. مخاطر أسعار السلع وأصول سوق الأصول الحقيقية (Real Assets Risk): ترتبط هذه المخاطر بالصكوك كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، بخلاف السندات التقليدية القائمة على المديونية.

ج. مخاطر أسعار الصرف مثل التي تواجهها الأدوات المالية التقليدية.

د. مخاطر سعر حق الملكية، يأخذ بعين الاعتبار تمويل المساهمة بصكوك المشاركات (المشاركة بالأرباح والخسائر).

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، كواليمبور، ماليزيا، ديسمبر 2005، ص 27.

² عبير فوزان العبادي، إدارة المخاطر المالية في أعمال الصرفة والتمويل الإسلامي، ط 1، نسخة مترجمة، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2015/1436م، ص 219. ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 27. بتصرف.

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطر، مرجع سابق، ص 142.

⁴ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 624.

⁵ عبير العبادي، إدارة المخاطر المالية، مرجع سابق، ص 220. بتصرف.

3- أنواع مخاطر السوق التي يواجهها حملة الصكوك: يمكن أن يتعرض حملة الصكوك إلى مخاطر السوق ضمن نوعين رئيسيين، وهي كالتالي:

أ مخاطر سوق الأصول الحقيقية بالنسبة للمستثمر: يطلق عليها أيضاً بمخاطر السلع والخدمات، تنشأ مخاطر السلع والخدمات نتيجة تحركات (تقلبات) في قيمتها السوقية تبعاً لعوامل العرض والطلب عليها في السوق، ويعد التقلب في أسعار الأصول الحقيقية المصدر الرئيس للمخاطر السوقية. تتعرض مختلف هياكل الصكوك التي تتعامل بتقديم خدمات أو منافع، أو شراء السلع و/أو إنتاجها لمخاطر سعر الخدمة أو السلعة، عند وجود احتمال لتغير في قيمتها السوقية نتيجة عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية أو الأزمات المالية أو الاقتصادية وغيرها من العوامل التي تؤثر على الأسواق بمختلف اتجاهاتها سواء تقليدية أم إسلامية¹.

فالصكوك القائمة على عقود المشاركات تتأثر بعوامل العرض والطلب على أسعار المنتجات والمشاريع التي استثمرت فيها حصيلة الصكوك، كذلك الصكوك التي تمثل منافع أو خدمات تتأثر أيضاً بعوامل السوق، فيما يتعلق بالعرض والطلب على المنافع والخدمات التي تمثلها، وكذلك السلع، المنافع والخدمات البديلة والمكملة مما يجعل هذه الصكوك عرضة لعوامل مخاطر السوق أيضاً²، كما تشمل هذه المخاطر أيضاً مخاطر تقلبات سعر السلعة -اختلاف سعرها عن السعر الجاري- موضوع عملية المتاجرة للصكوك السلم أو الاستصناع-، وأيضاً مخاطر تقلب القيمة السوقية لسعر شراء أصول صكوك المراجعة التي ستسلم خلال فترة زمنية محددة، وعليه فإن أي مخاطر تتعرض لها السلعة محل صكوك السلم أو المراجعة أو الاستصناع فإنها تنتقل إلى حملة الصكوك من خلال تذبذب في عوائد المرجو تحقيقها.

ب مخاطر سوق المال: يمكن تصنيف مخاطر سوق المال التي يواجهها حملة الصكوك إلى ما يلي:

✓ مخاطر أسعار الأوراق المالية: تنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال التقليدية والإسلامية، سواء تقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة كالإشاعات والاحتكار والمقامرة، مما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك³، حيث تتغير أسعارها بحسب أوضاع السوق حتى لو لم تحدث أي تغيرات في المعطيات الأساسية للمصدر. يمكن النظر إلى هذا النوع من المخاطر من زاويتين:

- الأولى تتمثل في المخاطر المتعلقة بتداول الصكوك مقابل الأوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق المالي: إن إصدارات الصكوك مازالت قليلة بالنسبة لمجموع سوق الأوراق المالية، سواء أكان ذلك على المستوى العالمي أم على مستوى أي دولة وحدها، فالصكوك مازالت تمثل نسبة ضئيلة جداً من مجموع الأوراق المالية المتداولة. وعليه فإنه من الواضح أن ذلك الحجم النسبي الصغير يضع إصدارات الصكوك في موضع المتأثر بعوامل السوق، الذي يخضع للتغيرات التي تحصل في الأوراق المالية الأخرى، وليس في

¹ عبير العبادي، المرجع السابق، ص 227. بتصرف

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 250-252.

³ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 151.

موضع الفاعل المؤثر في السوق المالية الذي يستطيع أن يخضع السوق لمعطياته الذاتية¹. ويعد موضوع دراسة مدى تأثير إدراج إصدارات جديدة من أسهم أو سندات، أو الإعلان عن توزيعات أرباح لها على القيمة السوقية للصكوك أو العكس من مواضيع البحث التي تحتاج المزيد من التمحيص.

– أما الزاوية الأخرى تتعلق بمخاطر سعر حق ملكية الصكوك، والمقصود بمخاطر سعر حق الملكية: هي تلك المخاطر التي يتعرض لها حامل الصك عند انخفاض القيمة السوقية للصكوك المستثمر فيها في السوق المالي، نتيجة التحركات السوقية المعاكسة لأسعار الأصول أو نشاط المشاريع التي استثمرت فيها حصيلة الصكوك؛ يكون هذا النوع من المخاطر جلياً في الصكوك القائمة على الشراكة في الربح والخسارة النابعة من حصة الاستثمار في حقوق ملكية أصول الصكوك بين حملة الصكوك بصفتهم مستثمرين والمصدر أو المنشئ بصفته شريك أو مضارب، وعليه فإن أي تغير في سعر ملكية موجودات الصكوك قد يعدل رصيد حقوق الملكية بين الطرفين، ففي حالة خسارة أو تعثر كبيرين في الربح المتوقع قد ينتج عنه بيع حقوق الملكية بتخلي المستثمرين عن صكوكهم بالسعر السوقي، وهذا السعر يكون عادة أقل من القيمة الاسمية للصك، وفي تلك الحالة يتعرض حملة الصكوك لمخاطر سعر الملكية.

بينما في حالة هيكلة الصكوك وفق عقد المشاركة المتناقصة، وهذا يعني اتفاق المصدر (أو المنشئ) على أن يشتري كل حصص حقوق ملكية المستثمرين في موجودات الصكوك بسعر ثابت محدد مسبقاً، وأي عدم تطابق بين سعر حق ملكية أصول الصكوك الثابت وقيمتها السوقية يعرض حملة الصكوك لمخاطر سعر حق الملكية. إضافة لذلك، عدم قدرة المصدر أو المنشئ على شراء حقوق ملكية موجودات الصكوك أو تحمل أعمال مشاريع الصكوك قد يؤثر في سعر حق الملكية. أما في صكوك المضاربة، فإن عدم القدرة على استمرارية المصدر أو المنشئ في إدارة النشاط الاستثماري موضوع الصكوك، قد ينجم عنه تأخير دفع ثمن حق الملكية والدفع بسعر حق الملكية إلى مستويات متدنية مقارنة بالقيمة الاسمية للصكوك ولذلك يتعرض حملة الصكوك لمخاطر سعر الملكية².

✓ **مخاطر معدل الفائدة ومخاطر السعر المرجعي:** يمكن التمييز بين مخاطر معدل الفائدة ومخاطر

السعر المرجعي، وفق ما يلي:

– **مخاطر معدل الفائدة:** تتمثل مخاطر معدل الفائدة في عدم التأكد أو تقلب أسعار الفائدة المستقبلية³، حيث تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص248.

² عبير العبادي، إدارة المخاطر المالية، مرجع سابق، ص233. بتصرف.

³ عادل بن عبد الرحمان بن أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي في البنوك السعودية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م. ص122.

بصفة عامة، وبافتراض أن الصكوك لا تتعرض لمخاطر السوق الناشئة عن التغيرات في سعر الفائدة طالما أنها لا تتعامل بسعر الفائدة في أنشطتها ومجالات استثمارها، كونها جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تتعامل بالفائدة، وباعتبار أن الصكوك تعطي عائداً إيجابياً، قد يكون ثابتاً أو متغيراً، أو تعطي أرباحاً في حالة الصكوك القائمة على البيوع والمشاركات، فعلى الرغم من ذلك فإن أسعار الصكوك في السوق المالية تتأثر كثيراً بالتغيرات في سعر الفائدة، تبعاً للقاعدة العامة، فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فكلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة نتيجة انخفاض الطلب عليها، والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل عائد الاستثمار في الصكوك.

وذلك لأن التغيرات في سعر الفائدة تزيد أو تنقص الطلب على جميع الأوراق المالية ذات العائد الثابت، سواء كانت صكوك ذات عائد ثابت -عوائد الصكوك الناتجة عن أجرة أصول ثابتة- أم فائدة ربوية على سند قرض، وأنه لا يمكن لسوق رأس المال الإسلامية أن تكون منفصلة عن الأسواق المالية¹. فإذا ارتفع سعر الفائدة يؤدي ذلك إلى جعل الصكوك وغيرها من الأدوات المالية التقليدية ذات العائد الثابت أقل جاذبية ومن ثم انخفاض أسعارها، ويحصل العكس إذا انخفض سعر الفائدة. إن خطر ارتفاع سعر الفائدة في الأسواق العالمية خطر حقيقي يؤثر على أسعار الصكوك بمباكلها المختلفة، حيث يؤثر على أسعار صكوك الإجارة، أما صكوك الإجارة ذات الأجرة المتغيرة فإنها ستكون أقل تأثراً من الصكوك ذات الأجرة الثابتة بالتغيرات في أسعار الفائدة في السوق، ولكننا ينبغي أن نلاحظ أيضاً أن تغير الأجرة في هذه الصكوك سيكون دائماً متأخراً، لأن التغير يحصل بصورة دورية فقط عند تجديد الإجارة حسب ما تقتضيه الضوابط الشرعية، وليس يومياً أو أثناء ساعات اليوم مع تغير أسعار الفائدة الآني أثناء ساعات كل يوم.

أما صكوك القائمة على الشراكة من مشاركة ومضاربة وغيرها، فإنها تتأثر أيضاً بمخاطر سعر الفائدة، عند مقارنة الأرباح المتوقعة لهذه الصكوك مع سعر الفائدة المتغير دائماً في الأسواق العالمية سيعرض صكوك المشاركات لمخاطر انخفاض (أو ارتفاع) أسعار هذه الصكوك بسبب التغيرات المستمرة في سعر الفائدة.

أما صكوك البيوع من سلم ومراجعة واستصناع، فإنها ستكون ذات عائد ثابت أيضاً. إذ تنقلب السلع التي تمثلها هذه الصكوك بسرعة إلى ديون هي ثمن البيع الذي يتضمن ربحاً محددًا ثابتاً عند البيع الثاني في كل من هذه البيوع. ولكن هذه الصكوك-عندما تصبح موجوداتها ديوناً- ستصير غير قابلة للتداول حسب أحكام الشريعة الإسلامية. وينبغي التنويه هنا لى أن هذه الصكوك مسجلة في أسواق عالمية لا تخضع للقواعد الشرعية في التداول، كما أن من البديهي أن يكون كثير من حملة هذه الصكوك ممن لا

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 248-249 بتصرف.

يلتزم بقواعد الشريعة في التداول. مما قد يؤدي إلى التداول الفعلي لهذه الصكوك، خاصة في الأسواق الغربية حيث سجلت معظم إصدارات الصكوك فيها. الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى تداول هذه الصكوك، فتخضع لمخاطر التغير في سعر الفائدة باعتبار أن الصكوك تحمل عائد ثابتاً يتم مقارنته مع سعر الفائدة السائد في السوق المالية العالمية¹.

- مخاطر السعر المرجعي: تتعرض المنتجات المالية الإسلامية لمخاطر السعر المرجعي عند اتخاذها سعر الفائدة كمؤشر معياري في تسعيرها، وفي هذه السياق يظهر واقع تسعير الصكوك اعتمادها على معدل الفائدة ليبور (Libor) كسعر مرجعي في ظل غياب مؤشر مرجعي إسلامي. على سبيل المثال في الصكوك القائمة على المدائبات من مارجحة وسلم واستصناع ذات العائد الثابت نسبياً يتم تحديد هامش الربح بإضافة السعر المعياري (عادة ليبور أو أحد نظرائه) لتلك الفترة إلى علاوة مخاطرة، ويكون هامش الربح في هذه الحالة ثابتاً طول العمر الاستثماري للصك. فلو تغير السعر المعياري، فلا يمكن تعديل هامش الربح خلال مدة عقد الصكوك، كما يمكن أن يظهر خطر هامش الربح في الصكوك القائمة على المشاركة في الأرباح مثل المشاركة والمضاربة إذا كانت نسبة المشاركة في الأرباح مرتبطة بالمعدل المعياري مثل الليبور².

✓ **مخاطر سعر الصرف:** إن مخاطر سعر الصرف الأجنبي شكل من أشكال مخاطر السوق النظامية (العامة)، والتي تنشأ من تقلبات سعر عملة واحدة مقابل أخرى. فمعظم أنواع الصكوك قد تتعرض لتقلبات في معدل الصرف الأجنبي الفوري (Fx Spot Rate) عبر التعاملات التجارية والتشغيلية الخارجية والآجلة، التي تنتج مقبوضات ومدفوعات بالعملة الأجنبية³. وقد يتعرض المستثمر لمخاطر تغير أسعار الصرف بين عملته المحلية والعملة التي صدرت بها الصكوك، ذلك لأن المستثمر يرغب في المال أن يعيد استثماراته إلى عملته التي يتعامل بها، فلا بد إذن من أخذ مخاطر تغير أسعار العملات الأجنبية بعين الاعتبار بالنسبة للصكوك⁴.

✓ **مخاطر التضخم النقدي:** تندرج هذه المخاطر تحت المخاطر النظامية، التي تنشأ بسبب انخفاض القوة الشرائية للعملة نتيجة للزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية للعملة، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة وعوائدها للانخفاض في قيمتها الحقيقية، وباعتبار موجودات الصكوك ذات مكونات من الأعيان والمنافع والنقود والديون، وذات عائد متغير أو ثابت فإن تأثرها بالتضخم قد يكون إما إيجابياً أو سلبياً.

¹ منذر قحف، المرجع السابق، ص 249-250.

² سليمان ناصر، وربيعة بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة ليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها-دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية-، ورقة بحثية مقدمة إلى "المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي- النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي"، اسطنبول، تركيا، 9-10 سبتمبر 2013.

³ عبير العبادي، إدارة المخاطر المالية، مرجع سابق، ص 232. بتصرف.

⁴ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 249.

فيكون تأثر الصكوك ايجابي بالتضخم النقدي مثل أسهم الشركات - من حيث تأثيرها بانخفاض أسعار العملة-، ذلك لأن الصكوك تمثل ملكية أصول حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعار معظمها مع ارتفاع المستوى العام للأسعار، ما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للصكوك، الأمر الذي يعني أن معدلات تغير أسعار الصكوك يمكن أن تتماشى ايجابي مع معدلات التضخم، وهذا في حالة صكوك المشاركات ذات العائد المتغير، أو عند تصنيفها من خلال إنهاء صفتها الاستثمارية وتحويلها إلى سيولة نقدية، عند إطفائها إما حقيقة -بيع ما تمثله الصكوك من موجودات عينية- أو من خلال التقويم أو التنضيق الحكمي وأبولتها للمصدر بالبيع بالقيمة السوقية¹.

بينما تتأثر الصكوك سلباً بالتضخم النقدي، إما في حالة الصكوك ذات العائد الثابت نسبياً كصكوك الإجارة، التي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك تعرضاً لتأثير التضخم، نتيجة انخفاض القيمة الحقيقية للعائد الدوري المتحقق لها، وقد يصل إلى ضياع قيمة العائد عند التضخم الجامح. أو عندما تكون الصكوك مرتبطة وملتزمة بوعدها التصفية والإطفاء مقابل دفعات نقدية محددة. الأمر الذي يجعل الصكوك تشبه من هذه الجوانب سندات القرض الحكومية أو الشركات (Treasury And Corporate Bonds)، إن هذا الالتزام بالإطفاء النقدي للصكوك يجعلها معرضة لمخاطر التضخم إذ إن تنفيذ الوعد بالشراء من قبل الجهة المصدرة للصكوك سيكون بالقيمة المتفق عليها، وهي محددة مسبقاً، مما يعرض حملة الصكوك للخسارة في حالة التضخم، وهو انخفاض في قيمة العملة التي صدرت فيها الصكوك².

ثانياً- مخاطر الائتمان بالنسبة للمستثمر: تعرف مخاطر الائتمان بالمخاطر التي تترتب عن فشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته وفقاً للشروط المتفق عليها³. وتأخذ مخاطر الائتمان شكل مخاطر التسوية والدفع، وتسمى بمخاطر التمويل، ومخاطر الاستثمار أو مخاطر المدابنة.

تنشأ مخاطر الائتمان في حالة الصكوك من وجهة نظر المستثمر، من مدى قدرة الجهة التي تلقت حصيلة الاكتتاب بالصكوك على القيام بالوفاء بالتزاماتها التعاقدية كاملة في موعدها كما ينص عليه عقد الاكتتاب. وتكون هذه الالتزامات التعاقدية ديناً في حالة صكوك المراجعة والسلم والاستصناع. فتكون مخاطر الائتمان عندئذ مركزة في قدرة المدينين أو الجهات المدينة، بالدين النقدي في حالة صكوك المراجعة، أو بالدين العيني في حالة صكوك السلم والاستصناع، على الوفاء بهذه الديون. ولكن صكوك الإجارة، سواء أكانت تمثل أصولاً ثابتة مؤجرة، أم كانت تمثل منافع أو خدمات مباعه لحملة الصكوك، تخضع أيضاً لمخاطر الائتمان التي تتعلق بقدرة الجهات الملزمة بدفع الأجرة أو بتقديم المنافع أو الخدمات على الوفاء بالتزاماتها. أما صكوك المشاركات فإن مخاطر الائتمان يمكن أن تنشأ فيها نتيجة أحد الشكلين: أولهما ما يعرف بالمخاطر الأخلاقية (Moral Hazard)، وهي تتعلق بمصدقية الجهة التي تدير هذه الاستثمارات وشفافيتها. وثانيهما مخاطر القدرة على الوفاء عند تصفية الاستثمارات، حيث تصبح في هذه المرحلة ديوناً على الجهات التي تدير هذه الاستثمارات.

¹ اعتماد على: ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 151-152.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 250.

³ مجلس الخدمات الإسلامية (IFSB)، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 11.

ولا شك إن مخاطر الائتمان هذه يمكن أن يكون لها ثلاثة مصادر. أول هذه المصادر التغيير الممكن في السياسات المحلية منها، التي تحدث داخل البلد الواحد الذي تقيم فيه الجهات الملتزمة نحو حملة الصكوك. وتتأثر مخاطر الائتمان كذلك بالسياسات والعلاقات الدولية عموماً، مما قد يغير من قدرة الجهات الملتزمة بسداد قيمة الصكوك على الوفاء. أما المصدر الثاني لمخاطر الائتمان هذه، فيتعلق بذات الجهات الملتزمة نحو المستثمرين بالصكوك، وبالتغيرات التي تطرأ على هذه الجهات، من حيث قدرتها على الوفاء، بما في ذلك استثمارات هذه الجهات الأخرى، وكفاءتها الإدارية، وغير ذلك من العوامل التي تؤثر على قدرتها الذاتية على الوفاء. وأخيراً فإن المصدر الثالث لمخاطر الائتمان يمكن أن يتعلق بالأصول الثابتة أو الأموال الأخرى التي تُستثمر فيها حصيلة الصكوك¹.

ثالثاً- مخاطر السيولة بالنسبة للمستثمر: تنشأ مخاطر السيولة من الصعوبات في الحصول على سيولة بتكلفة معقولة (مخاطر تمويل السيولة) أو بيع الأصول (مخاطر تسييل) موجودات الصكوك أو الصكوك²، وهذه الأخيرة هي التي يواجهها حملة الصكوك (المستثمرين)، حيث تتركز مخاطر السيولة بالنسبة للمستثمر في الصكوك بتوفير المرونة في الأسواق المالية، ووجود عدد ممن يرغبون ببيع وشراء الصكوك في هذه الأسواق، بحيث يستطيع المستثمر أن يبيع الصكوك التي يملكها عندما يرغب في الحصول على السيولة النقدية. والذي يلاحظ، سواء قبل الأزمة المالية العالمية 2008م، أم بعد بدئها وتوسعها، أن تداولات الصكوك قليلة في الأسواق التي أدرجت فيها. ولعل السبب الرئيسي في ذلك هو أن الصكوك مازال ينظر إليها المستثمرون على أنها من نوع القطع النادرة والأصول الثمينة الواعدة، التي لا يرغبون ببيعها، بل يفضلون الاحتفاظ بها في شكل استثمار ذي عائد مقبول إلى حين حلول أجل تصفية الإصدار. ومن جهة أخرى، فإن الطلب على الصكوك مازال عالياً، بحيث لم تستطع الإصدارات المتتالية بعد أن تشبع كل الطلب الكامن على الصكوك، إذ يفضل المستثمرون، وبخاصة المؤسسات الاستثمارية كالبنوك الإسلامية أو التقليدية وصناديق التقاعد، الاحتفاظ باستثماراتهم في الصكوك دون عرضها للبيع في الأسواق الثانوية. على أنه ينبغي أن نلاحظ أن معظم الصكوك المسعرة في الأسواق المالية خلال العقد الماضي تضمنت إمكانية استرداد قيمة الصك من الجهة المصدرة، وهو ما يسمى بالعرض المفتوح للاسترداد (Open Offer To Redeem) أو أنها اشتملت على ضمان من طرف ثالث بشراء الصكوك، عندما يرغب حاملها في بيعها. وذلك من أجل التخفيف من مخاطر السيولة عند المستثمر الذي يقدم على شراء هذه الصكوك³.

رابعاً- مخاطر المنتج الجديد: يمكن النظر إلى مخاطر المنتج الجديد بالنسبة للمستثمر من زوايا متعددة. فباعتبار الصكوك منتجاً مالياً جديداً في الأسواق فإن كثير من المستثمرين، وبخاصة المستثمرين المؤسسيين، فيما عدا البنوك الإسلامية، لا يعرفون الكثير عن الصكوك، فتصدمهم الفكرة الجديدة التي تحتاج منهم إلى وقت وجهود ودراسة لاستيعابها وقبول الاستثمار فيها.

يضاف إلى ذلك أن الصكوك قد صدرت من جهات متعددة، وبمبائل متنوعة، بحيث تفتقد إلى النمطية (Standardization)، التي تمكن من جمع عدة إصدارات مع بعضها، كما تمكن من نشوء سوق للتداول في الصكوك. كل هذه العوامل تزيد من مخاطر الصكوك، باعتبارها منتجاً مالياً جديداً على الأسواق العالمية.

يضاف إلى ذلك مخاطر تنشأ عن جهل المحاكم والقضاء والمحامين بهذا النوع الجديد من الأوراق المالية، فقلة استيعاب هذا المفهوم الجديد تزيد من مخاطر المنازعات والمقاضاة ونفقات المحاكم والمحامين.

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 250-251

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 625.

³ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 251. بتصرف

وكذلك فإن الصكوك باعتبارها منتجاً مالياً لم تأخذ كل نصيبها بعد من قبل شركات التصنيف وشركات البحث في الأسواق المالية التي تقدم توقعات مستقبلية عن المنتجات المتداولة في الأسواق. يضاف إلى ذلك قلة ظهور الصكوك على شاشات عرض الأسعار بسبب قلة التعامل فيها على كل حال¹.

خامساً- مخاطر الثقة بمشروعية الصكوك من ناحية الالتزام الكامل بأحكام الشريعة: إن الإقبال على الاستثمار في الصكوك بكل أنواعها يأتي من مجموعتين كبيرتين من المستثمرين هما:- المستثمرون الذين يلتزمون بأحكام الشريعة، سواء أكانوا أفراداً أم مؤسسات مثل البنوك الإسلامية وشركات التكافل؛ أما المجموعة الثانية فهي لا تلتزم بالأحكام الشريعة مثال ذلك المستثمرون غير المسلمين والمؤسسات المالية التي لا تلتزم بالشريعة كالبنوك التقليدية وبعض صناديق التقاعد أيضاً. إن مخاطر الثقة بمشروعية الصكوك تتعلق فقط بالمجموعة الأولى، وهي مجموعة مؤثرة في سوق الصكوك.

وتأتي مخاطر الثقة بمشروعية الصكوك من تعدد الفتاوى وتوسعها، وكثرة الأفراد الذين يقدمون آراءً شخصية حول الخصائص الشرعية لكل إصدار من الصكوك. فتتعدد الفتاوى واختلاف من يُصدرها يؤدي دون شك إلى زعزعة الثقة ببعض هذه الصكوك. الأمر الذي يؤدي أحياناً إلى عزوف بعض المستثمرين عن هذه الصكوك وعرض استثماراتهم فيها في الأسواق من أجل التخلص من الصكوك التي انخفضت ثقتهم بتوافقها مع أحكام الشريعة².

سادساً- مخاطر تباين المعلومات: نعني بتباين المعلومات عموماً، الحالة التي يكون فيها لأحد طرفي العقد معلومات غير كافية عن الطرف المقابل، ما يجعل الطرف الذي لديه قصور في المعلومات يتخذ قراراً غير سليم. ويؤدي تباين المعلومات إلى ظهور مشكلتين: الاختيار المعاكس والمخاطر الأخلاقية، إذ نرى أن هذا النوع من المخاطر يمكن أن يظهر أكثر في إصدارات صكوك القطاع الخاص، حيث تتصل المشكلة الأولى (الاختيار المعاكس) بتباين المعلومات المسبق الذي يوجد قبل عملية الاكتتاب، في حين تتعلق المشكلة الثانية (المخاطر الأخلاقية) بتباين المعلومات اللاحق الذي يحدث بعد عملية الاكتتاب.

يحدث الاختيار المعاكس عند الاستثمار في سوق الصكوك عندما يتم اختيار الممولين -بما فيهم المصدرون- الأقل جدارة والأعلى مخاطرة، على حساب الأفضل جدارة والأقل مخاطرة، ويزيد احتمال ذلك عندما تكون النسبة الأكبر في السوق هي من النوع الأول. وحيث أن الاختيار المعاكس قد يجز الممول -وهم حملة الصكوك- لتمويل ضعيف الجدارة والكفاءة، فيمكن أن يقرر الممول الامتناع عن التمويل بسبب المخاطر العالية في السوق.

أما المخاطر الأخلاقية عند الاستثمار في سوق الصكوك، فهي المخاطر التي تنجم عن تصرفات الممولين -بما فيهم المصدرون- غير الأخلاقية والمضرة بمصلحة حملة الصكوك- بصفتهم ممولين- بعد عملية الاكتتاب، وتزيد من تشكك حملة الصكوك في إمكانية تحقيق الأرباح المتوقعة من استثمارهم في الصكوك، وحيث أن المخاطر الأخلاقية تقلل من احتمال تحقق أهداف حملة الصكوك المتعلقة باسترداد رأس المال وتحقيق ربح معقول، فقد يقرر الممولون من حملة الصكوك الامتناع عن التمويل بسبب احتمال وقوع هذه المخاطر.

وتسبب المشكلتان أعلاه في عرقلة قيام سوق صكوك بوظائفه على الوجه الأمثل وبشكل كفء³.

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 252

² منذر قحف، المرجع السابق، ص 252

³ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 65. بتصرف.

2-2-2- أهم المخاطر التي يتعرض لها المصدر

نرى أن من أهم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مصدر الصكوك هي المخاطر السوقية، ومن أهم أنواعها هي مخاطر الفرصة البديلة، وبخاصة في الصكوك ذات العائد الثابت، فإن المصدر قد تتاح له فرص مستقبلية للتمويل بكلفة أقل من كلفة الصكوك التي ارتبط بها أو بالأحرى أصدرها.

ومن جهة أخرى، فإنه ينبغي أن نحدد بدقة مفهوم ملكية الأصول التي تمثلها الصكوك. ففي حين ترتبط جميع إصدارات الصكوك بطريقة محددة لإطفائها وسداد قيمتها، بغض النظر عن كونها قيمة اسمية أم قيمة سوقية، في أوقات مستقبلية محددة منذ الإصدار، فإن الصكوك تمثل ملكية حقيقية للأصول التي تمثلها. ونلاحظ هنا أن بعض القانونيين، وبصورة خاصة أولئك الذين تدربوا وتمرسوا بالقوانين الغربية يفرقون بين نوعين من الملكية هما ملكية الأصل نفسه وملكية مصلحة نفعية مؤقتة (Benefit Interest) في ذلك الأصل. لكن حسب معيار صكوك الاستثمار رقم 17 الصادر عن هيئة الآيوفي (AAOIFI)، وكذلك من قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA) المتعلقة بالصكوك، أن نظرة الشريعة للصكوك هي أنها تمثل ملكية حقيقية كاملة للأصول أو الحقوق التي تمثلها دون أي تمييز بين ملكية الموجودات نفسها وملكية مصلحة نفعية فيها. فالشريعة الإسلامية لا تقبل أصلاً الفصل بين هاتين الملكيتين، إلا أن الواقع يظهر إصدار العديد من صكوك دون نقل سند الملكية إلى الأمين الذي يمثل حملة الصكوك. مما جعل العديد من مؤيدي التمييز بين ملكية العين ممثلة بسند الملكية (Deed or Title Document) وملكية المصلحة النفعية، يعتبرون الصكوك ممثلة لمصلحة نفعية (Benefit Interest) فقط، وليس ملكية الأعيان أو الأصول نفسها¹.

2-2-3- مخاطر الصكوك من وجهة نظر الملتزم بالسداد: هنالك أربعة أنواع من المخاطر يتعرض لها مصدر الصكوك الذي

يكون هو الملتزم (الضامن) بسدادها في المال. وهي مخاطر الكلفة (الفرصة) البديلة، ومخاطر ملكية موجودات الصكوك، ومخاطر السداد المبكر الناشئة عن ضمان الصكوك من طرف ثالث، ومخاطر العملة الأجنبية.

أما مخاطر الكلفة البديلة فتتركز حول طبيعة الالتزام بالصكوك طول مدة الالتزام بالصكوك، التي هي في الغالب ما بين الأجل المتوسط والطويل، وبخاصة عندما تكون الصكوك ذات عائد ثابت. الأمر الذي يعني أن انخفاض تكلفة التمويل في السوق في حين يتحمل الملتزم التكلفة الثابتة للصكوك ستضع عليه فرصة تخفيض التكاليف عن طريق اللجوء إلى السوق المالية عند انخفاض الكلفة أو الفرصة البديلة.

أما مخاطر ملكية الأعيان التي تمثلها الصكوك فتنشأ عن الفروق أو الاختلافات في التفسيرات القانونية بين الشريعة والقوانين الأخرى. ففي حين لا تميز الشريعة بين ملكية الأصل الثابت وملكيتها ما يسمى بالمصلحة النفعية (Beneficial interest)، فإن معظم القوانين الوضعية تميز بين هاتين الملكيتين كما رأينا سابقاً، ومن ثم فإن الملتزم بسداد الصكوك يتعرض لنفس نوع المخاطر مثل حملة الصكوك.

أما مخاطر السداد المبكر فسببها أن معظم عمليات إصدارات الصكوك تتضمن ضمان طرف ثالث. وعندئذ فإن أمين الإصدار الذي يمثل حملة الصكوك قد يمتلك الحق في طلب السداد المبكر في الأحوال التي يعتقد أن الملتزم يمكن أن يتعرض لمخاطر اقتصادية أو قانونية، ناشئة عن تغير الأوضاع القانونية والسياسية في بلد الإصدار. وأخيراً فإن هنالك أيضاً مخاطر العملة الأجنبية في جميع الأحوال التي يكون فيها سداد الصكوك بغير العملة المحلية لإيرادات الملتزم بالصكوك².

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 253

² منذر قحف، المرجع السابق، ص 254

2-3- آليات إدارة مخاطر الصكوك

تعد المخاطر جزءاً من عملية الوساطة المالية والاستثمارية، ويعتمد بقاء المؤسسات المالية ونجاح المشاريع الاستثمارية على مدى قدرتها على إدارة تلك المخاطر. وإدارة المخاطر هي واحدة من العوامل الحاسمة والتي تؤدي إلى تعظيم العوائد للمالكين، والمستثمرين.

بلا شك أن المخاطر تمثل تهديداً، ولكنها تولد في الوقت نفسه فرصاً. حيث توجد تكاليف مختلفة لارتفاع مخاطر (تقلبات) التدفقات النقدية. وتشمل هذه التكاليف ارتفاع متوقع لتكاليف إفلاس الأطراف المقابلة (على سبيل المثال: أجور المحامين، وتكاليف المحكمة، وما إلى ذلك)، وارتفاع متوقع لتكاليف ذوي المصلحة بالشركة مصدرة الصكوك مثلاً، وارتفاع متوقع للضرائب. والشركات الناجحة لا تكتفي بتقليل أو الحد من المخاطر، ولكن تستفيد من الفرص التي تنتج عن تحمل المخاطر، من خلال إدارتها¹.

عموماً تتمثل أهداف إدارة المخاطر أولاً وقبل كل شيء في تقليل تقلبات الدخل، والتدفقات النقدية، والقيمة السوقية للشركة، والعائد على الاستثمار، وتكلفة الاقتراض. ومن وجهة نظر أصحاب المصلحة تنطوي إدارة المخاطر على تعظيم قيمة الشركة، والقضاء على إمكانية حدوث نتائج متطرفة، والحفاظ على مستوى مقبول للمخاطر المالية وغير مالية². وإن أهم عنصر من عناصر إدارة المخاطر من وجهة نظر العائد والمخاطرة، هو فهم العلاقة التبادلية بينهما -أي العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة (Risk/Return Trade-off)-.

فلا يمكن للمستثمرين توقع معدل عائد مرتفع إلا بالدخول في استثمارات ذات مخاطر أعلى. وبما إن الهدف الرئيس لأي مؤسسة استثمارية سواءً كانت مالية أو غيرها هو تعظيم ثروة المساهمين من حملة أسهم وصكوك، تعد إدارة المخاطر المطلوبة لتحقيق هذا الهدف من أهم وظائف هذه المؤسسات، وفي جميع الأحوال يجب أن تكون العوائد المتوقعة كافية لتعويض المستثمرين مقابل استخدام أموالهم لفترة معينة، ومعدل التضخم، والمخاطر المتعلقة بالأداء المستقبلي³.

نحاول من خلال ما سيأتي استعراض بعض الآليات المتعلقة بإدارة مخاطر الصكوك، تكون البداية بالتطرق إلى بعض المفاهيم العامة حول إدارة المخاطر، والتعرف على مناهجها وأدواتها من منظور تقليدي وتطبيقاتها على الصكوك، ثم نشير إلى الرؤية الشاملة لإدارة المخاطر ومنهجها من منظور إسلامي، بعد ذلك نتعرف على بعض الآليات والأدوات التي من الممكن أن تخفيف من مخاطر الصكوك.

2-3-1- تعريف إدارة المخاطر ومناهجها من منظور تقليدي: سيتم من خلال ما يلي التطرق إلى تعريف إدارة المخاطر والتعرف على أهم مناهجها من منظور تقليدي وتطبيقاتها على الصكوك.

أولاً- تعريف إدارة المخاطر: إن مصطلح "إدارة المخاطر" ليس له تعريف محدد ثابت مجمع عليه. وقد اختلفت التعاريف من وجهة نظر قائلها وحسب وجهة نظر كل طرف بما يتصوره عن إدارة المخاطر، ومن التعاريف ما يلي:

■ وفق (Cumming and Hirle): تشير إدارة المخاطر إلى "العملية الشاملة التي تتبعها أي مؤسسة لتعريف استراتيجية أعمالها، وتحديد المخاطر التي يمكن أن تتعرض، وقياس هذه المخاطر، وفهم ومراقبة طبيعة المخاطر التي تواجهها⁴.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص619. بتصرف.

² المرجع السابق.

³ المرجع السابق، ص223. بتصرف.

⁴ Christine M. Cumming and Beverly J. Hirtle, **The Challenges of Risk Management in Diversified Financial Companies**, Economic Policy Review, Vol. 7, No. 1, March 2001, p3

■ وقد عُرفت إدارة المخاطر أيضاً من خلال معيار إدارة المخاطر الذي تم وضعه من قبل فريق عمل مكون من قبل معهد إدارة المخاطر (IRM*) في المملكة المتحدة بالتعاون مع جمعية التأمين ومديري المخاطر (AIRMIC**) والمنتدى الوطني لإدارة المخاطر في القطاع العام (ALARM***): "إدارة المخاطر هي جزء أساسي في الإدارة الاستراتيجية لأي مؤسسة، وهي الإجراءات التي تتبعها المؤسسات بشكل منظم لمواجهة المخاطر المصاحبة لأنشطتها بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط ومن محفظة كل الأنشطة"¹.

■ ومن التعاريف الشائعة لإدارة المخاطر: "إدارة المخاطر عبارة عن 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 الأدنى"².

■ ومن التعاريف أيضاً لإدارة المخاطر أنها: لا تعني التخلص من المخاطر والذي يعني-في نفس الوقت- التخلص من العائد المتوقع؛ أما إدارة المخاطر بالمؤسسة فإنها تعني استخدام الأدوات المناسبة لتدنية الخسائر المحتملة، وهي تستهدف تعظيم القيمة السوقية للعوائد المتوقعة في ضوء درجة المخاطر التي يمكن تحملها، أو المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة³.

بمراجعة المفاهيم والتعريفات السابقة، لإدارة المخاطر نجد أنه تم تعريفها بطرق متنوعة، إلا أن هناك فكرة واحدة تظهر في كل التعريفات المطروحة تقريباً، أن إدارة المخاطر تتعلق بدرجة أساسية بالمخاطرة البحتة وتتضمن إدارتها، وأن مصطلح "إدارة المخاطر" يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد⁴.

وانطلاقاً من ذلك نحاول صياغة تعريف خاص بإدارة مخاطر الصكوك، حيث يمكن تعريفها على أنها: تلك العمليات والإجراءات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد والمخاطرة المرتبطتين بالتدفقات النقدية المستقبلية عند الاستثمار في الصكوك الإسلامية، وذلك بقصد تعظيم القيمة السوقية للصك⁵.

ثانياً- مناهج إدارة المخاطر: من منظور إدارة المخاطر، يمكن تصنيف المخاطر إلى ثلاثة أنواع يمكن أن يواجهها مصدر الصكوك أو أصحاب المصالح بما فيهم حملة الصكوك، وهي المخاطر التي يمكن تجنبها، والمخاطر التي يمكن نقلها للآخرين، والمخاطر التي يمكن إدارتها من قبل الجهات المعنية. فيمكن تجنب بعض المخاطر من خلال الالتزام بإجراءات العمل المتخذة في مثل الأنشطة الاستثمارية، أو الابتعاد عن بعض الأنشطة التي تفرض تحمل مخاطر معينة، ما يتيح للجهات ذات العلاقة بإدارة مخاطر الصكوك التركيز على إدارة بقية المخاطر بكفاءة أو تحويل ما يمكن نقله منها إلى أطراف أخرى⁶، وذلك بهدف التقليل من احتمال الأثر السلبي والحد منه، بحيث

* IRM : The Institute of Risk Management

** AIRMIC: The Association of Insurance and Risk Managers

*** ALARM : The National Forum for Risk Management in the Public Sector

¹ The Institute Of Risk Management, **A Risk Management Standard**, AIRMIC, ALARM, IRM, London, 2002, p2

² حماد طارق عبد العال، **إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003م، ص 51

³ Thomas A. Stewart, **Management risk in the 21st century**, FORTUNE Magazine, USA, February 7, 2000. Visit: http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2000/02/07/272815/index.htm

⁴ محمد علي، **إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرفية**، رسالة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، 2005، ص 2-2

6

⁵ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سابق، ص 181

⁶ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 618 و620. بتصرف.

يمكن تقليص المخاطر المتبقية إلى مستويات يمكن تحملها، ويمكن الحد من أثر المخاطر بالتحكم في مصادرها مع فرض حدوداً قصوى لإمكانية التعرض لهذه المصادر، فعلى سبيل المثال، يمكن تخفيض مخاطر الائتمان بالتحكم في درجة التعرض لمصادرها من خلال التدقيق في الجدارة للائتمانية للمدين (العميل) في عملية الإصدار وقدرته على أداء التزاماته تجاه الغير، مع التأكد من مدى مصداقية الجهة المانحة لهذا التصنيف في قياس ملاءة العميل¹؛ ويلخص الجدول رقم (2-2) أدناه، المناهج والأدوات التي يمكن استخدامها لإدارة مخاطر الصكوك.

جدول (2-2): مناهج وأدوات إدارة المخاطر

المناهج /الأدوات	تجنب/استبعاد	نقل	استيعاب/إدارة
وضع سياسة	X		X
تحوط/بيع	X	X	
تنويع	X		X
تأمين	X	X	X
الضمانات وتكوين الاحتياطيات			X

المصدر: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص620. بتصرف.

يمكن أن تشمل تقنيات تجنب مخاطر الصكوك من وجهة نظر مصدر الصكوك وضع سياسات واستراتيجيات قياسية لجميع الإجراءات والعمليات المرتبطة بالنشاط الاستثماري موضوع الصكوك، ومن بين أهم هذه الاستراتيجيات تطبيق نظام حوكمة (حوكمة الشركات وحوكمة الشرعية) محكم وسليم على عملية إصدار الصكوك برمتها- من بداية إصدار الصكوك إلى غاية إطفائها-، فالإدارة السليمة للمشروع الاستثماري الممول بمحصيلة الصكوك أمر ضروري لنشر مبادئ الصدق والنزاهة والشفافية والمساءلة والمسؤولية بين جميع أصحاب المصالح، كما تعد الحوكمة الشرعية متطلباً أساسياً لكسب ثقة المساهمين وحملة الصكوك وغيرهم من أصحاب المصلحة والحفاظ عليها، أي أن يثق الجميع أن معاملات الجهة المصدرة للصكوك وأنشطتها الداخلة في عملية إصدار الصكوك تتفق مع أحكام الشريعة؛ ومن بين أهم السياسات أيضاً، تطبيق برامج محفزة لتحمل المسؤولية وتجنب وقوع المخاطر.

أما من تقنيات تجنب المخاطر من وجهة نظر المستثمر بناء محافظ استثمارية متنوعة، سواءً من حيث تنويع إما جهة الإصدار، أو تنويع تواريخ استحقاق الصكوك المشكلة لمحفظة الصكوك، أو القيام بالتنويع القطاعي أو الدولي. ويمكن تقليص بعض مخاطر الصكوك أو القضاء عليها كلياً عن طريق نقلها من خلال التأمين التعاوني (التكافلي) أو التحوط منها باستخدام أدوات تحوط متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ونحوها. وهناك بعض المخاطر التي لا يمكن القضاء عليها أو نقلها، وبالتالي يلزم على الجهة المصدرة للصكوك استيعابها وإدارتها، حيث تعد هذه المخاطر مقبولة لأنها من صميم العمل الاستثماري، وبالتالي لا بد من التعامل معها، ومن أمثلة هذه المخاطر: مخاطر الائتمان في صكوك المدنيات. ومخاطر السوق.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص618 و621. بتصرف.

إذا ما تيقنت الجهة المصدر للصكوك أنها تتمتع بميزة نسبية في تحمل بعض المخاطر، فعليها أن توجهها إدارتها للمخاطر لاستثمار هذه الميزة. ومع ذلك. من المهم التأكيد على أن قدرة أي مؤسسة على القيام بأنشطة تنطوي على مخاطر لا ترتبط بالضرورة بسياساتها لإدارة المخاطر، ولكن أيضاً بميكلية رأس مالها، ومكوناتها وصحتها المالية، ويعد رأس المال وتكوين الاحتياطات بديلاً في بعض الحالات عن إدارة المخاطر في الحماية ضد المخاطر المالية، فعندما تخفض الشركات مخاطرها باعتماد إجراءات إدارة مخاطر فعالة، تنخفض اشتراطات رأس المال المطلوبة لتمويلها¹.

2-3-2- المنظر الإسلامي لإدارة المخاطر: الرؤية الشاملة للمخاطر وإدارتها مؤصلة في مقاصد الشريعة. فقد بين أبي حامد الغزالي في (المستصفي) أن «مقصود الشرع من الخلق خمسة: وهو أن يحفظ عليهم دينهم ونفسهم وعقلهم ونسلهم ومالهم؛ فكل ما يتضمن حفظ هذه الأصول الخمسة فهو مصلحة، وكل ما يفوت هذه الأصول فهو مفسدة، ورفعها مصلحة»². وعليه فإن من مقاصد الشريعة اتخاذ جميع الاحتياطات لحفظ الثروة الحالية والمتوقعة في المستقبل. وبما أن المخاطر في الاقتصاد تمثل الخسارة المحتملة للثروة، فإن المخاطر في حد ذاتها ليست مرغوبة من المنظر الإسلامي. ولكن لا بد من تحمل المخاطر من أجل توليد المزيد من الثروة والقيمة. وعليه، لا تتم المفاضلة بين الأنشطة الاقتصادية من منظور إسلامي بناء على ما تتضمنه من خطر، بل على ما تضيفه من قيمة أو تولده من ثروة.

وقد ناقش سامي السويلم* في كتابه "التحوط في التمويل الإسلامي"³ مبادئ إدارة المخاطر من منظور إسلامي من خلال ربط المخاطر بالسببية. وأكد أن هناك حاجة إلى التمييز بين الأسباب والنتائج غير المؤكدة. ففي حالات عدم التأكد، يستطيع الأفراد التحكم بالعوامل المسببة، ولكن ليس في النتيجة. وفي هذا الصدد استشهد السويلم بالحديث النبوي الشريف «اعقلها وتوكل»، وأكد أن النهج الإسلامي في إدارة المخاطر يتمثل في فهم أسباب المخاطر ومراقبتها وترك النتيجة النهائية لمشئته الله سبحانه وتعالى.

كما ناقش السويلم أخلاقيات إدارة المخاطر في الإسلام مؤكداً على أن الحكم على الأفعال يكون بحسب نية فاعلها، وأن الوسائل يجب أن يكون لها حكم الغايات. وبالتالي، لو أن تصرفاً يمكن أن يؤدي إلى عدة نتائج مختلفة، فيجب الحكم على التصرف بناء على النتيجة الأكثر احتمالاً. وعليه، يعد كل نشاط يفوق فيه احتمال الربح احتمال الخسارة نشاطاً اقتصادياً مولداً للثروة. ويعد اختلاف تفضيلات الأفراد للمخاطرة أمراً مقبولاً إذا كان في حدود معينة، فمن المقبول أن يكون لبعض الأفراد ميل نحو تحمل المزيد من المخاطر أكثر من غيرهم، ولكن انخراطهم في أنشطة مماثلة للقمار في مخاطرها أمر غير مقبول. وقد حدد السويلم الأنشطة المماثلة للقمار في درجة مخاطرها بالأنشطة التي يكون فيها احتمال النجاح أو الربح أقل من احتمال الفشل أو الخسارة.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 621. بتصرف.

² الإمام أبي حامد محمد الغزالي، المستصفي من علم الأصول، ج2، "الأدلة"، دراسة وتحقيق حمزة بن زهير حافظ، المكتبة العصرية، بيروت، لبنان، دون تاريخ نشر، ص 482.

* سامي بن إبراهيم السويلم: حصل على البكالوريوس من كلية العلوم بجامعة الملك سعود بالرياض في 1407هـ، 1987م. وحصل على الماجستير من جامعة جنوب إلينوي في 1990م، ثم الدكتوراه في الاقتصاد من جامعة واشنطن بسانت لويس، بالولايات المتحدة، في 1995م. التحق بمصرف الراجحي في 1995م كرئيس مستشارين، ثم في 1998م أصبح مديراً لمركز البحث والتطوير بالمجموعة الشرعية بالمصرف. انضم إلى مجموعة البنك الإسلامي للتنمية في أواخر 1425هـ، 2004م. ويعمل حالياً نائب مدير المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، لديه العديد من البحوث والدراسات في المالية الإسلامية منها: صناعة الهندسة المالية، نظرات في المنهج الإسلامي، التورق... والتورق المنظم، مجموعة دراسات في المعاملات المالية، مجموعة مقالات في التمويل الإسلامي.

³ للمزيد من التفاصيل أنظر: سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق

أما فيما يتعلق بمناهج إدارة المخاطر من منظور إسلامي، فقد حدد "محمد نجاة الله صديقي"¹ منهجين لإدارة المخاطر في التمويل، وهما: المشاركة، وتحويل أو نقل المخاطر. وتمثل عملية تحويل المخاطر (من خلال التمويل المبنى على الدين) النهج العام في التمويل التقليدي، في حين أن المشاركة في المخاطر هو النهج الذي ينبغي تبنيه في التمويل الإسلامي. حيث يرى بناء على ذلك، أن عقود المشاركة والمضاربة هي التي تمثل روح الشريعة ويجب استخدامها من قبل المؤسسات المالية الإسلامية، كما أكد على أن بيع أو شراء المخاطر المرتبطة بأعمال الآخرين هو أقرب إلى لعب القمار المحرم في الإسلام².

2-3-3- آليات وأدوات تخفيف مخاطر الصكوك: يعد تخفيف المخاطر بالوسائل المشروعة عند القيام بتنمية المال واستثماره مطلب شرعي، لذا تُدب الاستيثاق والاحتياط بكتابة الدين والإشهاد عليه، لأن فيه حفظاً للمال، وحفظه من مقاصد الشرع. وعليه: فإذا اتخذ الفرد الوسائل ضمن نطاق المباح من العقود والإجراءات لغرض تقليل المخاطر، فإن عمله هذا جارٍ على مقاصد الشرع³.

وبشكل عام فقد تعددت وتنوعت آليات وأدوات إدارة مختلف مخاطر الصكوك التي لا تتعارض مع المبادئ الشرعية -منها ما هو قيد التنظير والتأصيل الشرعي-، البعض من هذه الآليات والأساليب استخدم في علاج مخاطر بعينها (محددة)؛ أما البعض الآخر وجد للتعامل مع مجمل المخاطر التي قد تتعرض لها عملية الاستثمار بالصكوك. وسنحاول من خلال ما سيأتي، التعرض إلى التحوط أحد أهم أساليب التعامل مع المخاطر مع الإشارة إلى بعض الأدوات ووسائل تخفيف مخاطر الصكوك.

أولاً - التحوط كآلية لتخفيف مخاطر الصكوك:

التحوط* (hedging) هو أحد سبل التخفيف من المخاطر، يراد به عموماً الوقاية والاحتماء من المخاطر⁴. والمقصود بالتحوط في المصطلح المالي تحييد المخاطر وتقليصها ونقلها وإدارتها⁵، أو هو حماية رأس المال باستخدام الوسائل المتاحة للوقاية من الخسارة، أو النقصان، أو التلف، وهي أعم من ضمان رأس المال المستثمر من حيث أن الضمان هو الالتزام من جهة معينة بتحمل ما يلحق برأس المال من خسارة أو تلف أو نقصان، أما الحماية فهي وقاية رأس المال⁶.

- وقد عرف محمد على القرى التحوط، بأنه: استراتيجية الغرض منها التخلص من أو إلغاء المخاطر التي تكون خارج نطاق النشاط الرئيسي أو خارج مجال الاستثمار المستهدف⁷.

¹ Siddiqi, M.N. **Risk Management In An Islamic Framework**. A research paper is available at:

<http://www.siddiqi.com/mns/RiskManagementInAnIslamicFramework.htm>, Browsing Date: 02/11/2019

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 622-623

³ منذر قحف، ومحمد محمود الجمال، **عمليات التحوط وتطبيقاً في المصرفية الإسلامية وأحكامها الشرعية**، بحث مقدم إلى "منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي -الدورة الثانية- حول التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 26-27 أبريل 2016.

* الفرق بين إدارة المخاطر والتحوط والتأمين، تعد إدارة المخاطر (كما رأينا سابقاً) مفهوماً واسع يدخل ضمنها معنى التحوط أحد آلياتها أو أساليب إدارة المخاطر، ويعني التحوط الوقاية، بينما إدارة المخاطر (بمعناها الضيق) فتعني العلاج؛ والذي يميز التحوط عن التأمين هو أن التحوط يعني نقل الخطر مع التضحية بإمكانية الربح.

⁴ سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 66.

⁵ منذر قحف ومحمد الجمال، عمليات التحوط، مرجع سابق.

⁶ الأيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 1123

⁷ محمد على القرى، **أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية (الاختيارات، المستقبلات، -البيع مع تأجيل البدلين-المبادلات)**، ورقة بحثية مقدمة إلى "منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي -الدورة الثانية- حول التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 26-27 أبريل 2016.

- بينما عرف مجمع الفقه الإسلامي التحوط في قراره رقم 224(8/23) بشأن التحوط في المعاملات المالية (الضوابط والأحكام)، وفق ما يلي¹:

أ. مفهوم التحوط في معناه العام، يعني التغطية والاتقاء، أو الوقاية، وبمعنى الحماية كما ورد عند الفقهاء.
ب. مفهوم التحوط في الاصطلاح المالي: يعني إجراءات منظمة لإدارة المخاطر بتحييدها أو الحد منها أو إلغائها، من خلال نقلها إلى طرف آخر.

ج. أما مفهوم التحوط في المعنى الاصطلاحي فهو "يعني الحماية من المخاطر وتخفيف آثارها، دون حصر مفهومه فيما هو شائع من العمليات في الأسواق المالية، التي يقوم أغلبها على الربا والمعاوضة على المخاطر. وتتضمن هذه الصيغ المشتقات (DERIVATIVES) والتي تشمل على: المستقبلات (Futures) والاختيارات (Options)، وعمليات المبادلة المؤقتة (Swaps)، وبعض هذه الصيغ سبق للمجمع أن قرر عدم مشروعيتها بنص القرار، مثل الاختيارات، ومعظم المستقبلات والمبادلات المؤجلة بمفهوم القرار الخاص بالأسواق المالية".

وعليه يمكن الاستنتاج أن التحوط يعني ببساطة تقليل التعرض للمستثمر للمخاطر المالية، فإنه باعتراف الخبراء من المستحيل تحقيق ربح دون تحمل مخاطر، فالهدف من التحوط إذن ليس تجنب المخاطر وإنما إدارتها والسيطرة عليها.
كما نجد أن منافع التحوط لا تقتصر على تقليل المخاطر فقط، ولكن تتعدى للمنافع الاقتصادية من الشعور بالأمان فيما يتعلق بالمستقبل، فعلى سبيل المثال، لا يضمن العقد الآجل الربح، بل يتضمن مشتر لبائع، وبائع لمشتري وبسعر وكمية محددة مسبقاً، فإذا استخدم صانع أو مزارع عقد آجلاً، فإنه يضمن بيع سلعته بالسعر والكمية المحددة، ومن خلال ذلك، يتمكن الصانع أو المزارع من التخطيط للمستقبل، وبالتالي يعد التحوط أمراً ضرورياً وأداة لا غنى عنها.

وبهذا يتفق التحوط مع مقاصد التشريع الإسلامي في حفظ المال وتجنب إضاعته أو إتلافه²، وفي هذا السياق أشار مجمع الفقه الإسلامي في البند الثاني من قراره رقم 224(8/23)- المشار إليه سلفاً- أن الحكم الشرعي في التطبيقات العملية للتحوط، يتوقف على مدى التزام صيغ وآليات التحوط بشتى صورها بالضوابط الشرعية ويحتاج ذلك إلى تفصيل كل صيغة بالبحث، والتدقيق في مدى التزامها بالضوابط الشرعية³؛ وفي هذا السياق أجمع الفقهاء الماليون أنه ليس هناك إشكال حول الهدف من التحوط، ولكن الإشكال يتعلق بالوسائل المتبعة أو الموصلة إليه فمن وجهة نظر الشرعية، لا تتعلق المسألة بمدى الحاجة للتحوط من عدمها، بل كيفية القيام بعملية التحوط، ووفقاً لسامي السويلم، إذا كان التحوط يتم من خلال وسائل ماثلة للقمار، فإنه يصبح محرماً حتى وإن حقق هدف التحوط. ولهذا يعد التحوط بأدوات خالية من العناصر المحرمة كالغمر والقمار، الهدف الرئيس لأدوات تحوط إسلامية، ومنها ما يتم تطويره وتأصيله شرعياً مؤخراً تحت مسمى أدوات أو معاملات التحوط المتوافقة مع الشرعية.
في هذا الإطار هناك عدة إسهامات في مجال أدوات التحوط الإسلامية، إلا أننا نرى أنها ما تزال بعد بحاجة إلى إطار موضوعي تنتظم فروعاً ومساائله، من أهم هذه الإسهامات، مبادرة سامي السويلم لرسم معالم المنهج الإسلامي تجاه المخاطر، والأدوات الإسلامية الملائمة للتحوط وإدارة المخاطر، والتي تصلح لإدارة مخاطر الصكوك في كتابه الموسوم بـ"التحوط في التمويل الإسلامي"⁴، وقد خلص في النهاية أن الهدف من بحثه هو توضيح كيف يمكن تطوير أدوات إدارة المخاطر ضمن إطار المبادلات

¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم: 224 (8/23) بشأن عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية، الدورة الثالثة والعشرين بمدينة المنورة، خلال الفترة من: 19-

23 صفر 1440هـ، الموافق: 28 أكتوبر- 1 نوفمبر 2018م، متاح على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/4892.html>

² سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص14.

³ مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم 224(8/23)، مرجع سابق.

⁴ للمزيد من التفاصيل أنظر: سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص135-164.

غير الصفريّة* التي تسمح بانتفاع الطرفين. ومع كونها شاملة لأهم أنواع المخاطر، إلا أنه لا توجد عملياً حدود للأدوات التي يمكن تطويرها بناء على المبادلات التي تهدف لتحقيق مصلحة الطرفين¹.

كما يجدر التنويه أن طرق التحوط التي طرحها "سامي السويلم" في كتابه -سابق الذكر-، من تحوط اقتصادي، تعاوني وتعاقدية، قد أجازها مجمع الفقه الإسلامي في البند الثاني-معاملات التحوط (الحماية) بالمعنى العام- ضمن قراره رقم 238 (9/24) المتعلق بعمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية الصادر في نوفمبر 2019م، وقد أضاف عليها من أدوات التحوط ما يلي²:

- **العقود المركبة**:** من خلال الجمع بين العقود بغرض التحوط للمخاطر على سبيل الاقتران، وليس على سبيل الشرط، ولا على سبيل عقد في عقد. مثل: الجمع بين البيع والوعد الملزم، والوكالة والمراجعة، ومن أهم تلك الصيغ ما يلي:

أ- **الجمع بين المراجعة والمشاركة:** من خلال تقسيم المحفظة الاستثمارية إلى جزأين: الجزء الأول يخصص لمراجعات مع جهات ذات ملاءة ائتمانية بربح محدد، والجزء الثاني يستثمر في عقد مشاركة، كالمشاركة في الأسهم، أو في حصص عقارية، ونحوها، وبهذا يتحقق التحوط لرأس المال بعقد المراجعة، مع احتمال الخسارة في الجزء الثاني..

ب- **الجمع بين الإجارة والمشاركة:** وطريقة التحوط في هذه الأداة كسابقتها، لكن يتم التحوط بعقد الإجارة بدل المراجعة، مثل استثمار جزء من المحفظة الاستثمارية في شراء صكوك إجارة ذات عائد يغطي رأس المال، والباقي يستثمر في عقود مشاركة.

ج- **الجمع بين المراجعة وبيع العربون:** من خلال تقسيم رأس المال إلى جزأين: الجزء الأول يكون في مراجعات مع جهات ذات ملاءة ائتمانية وبيع معين، والجزء الثاني يجعله عربوناً في شراء أسهم، فإذا ارتفعت قيمة الأسهم أمضى عقد الشراء وقبض الأسهم ثم باعها فدفعت الثمن إلى البائع وتحقق للصندوق ربح، وإذا لم يحصل الارتفاع المتوقع فيعدل عن المضي في العقد ويخسر العربون، ويبقى رأس المال محمياً بعقد المراجعة. ويجب في هذه الطريقة مراعاة الضوابط الشرعية لبيع العربون، ومنها: الاحتفاظ بمحل العربون منذ إبرام العقد إلى التسوية، وعدم تداول العربون.

- **التحوط باستعمال خيار الشرط حماية من نكول العميل:** مثل المراجعة، والإجارة المنتهية بالتملك. فقد أكدت قرارات المجمع في موضوع المواعدة بأنها تجوز بشرط الخيار للمتواعدين، كليهما أو أحدهما، فإذا لم يكن هناك خيار فإنها لا تجوز. وينبغي التنبيه على أن المجمع في قرارته التي أشار فيها إلى جواز الوعد الملزم من أحد طرفي العقد باعتباره تحوطاً لنكول العميل، وحماية لتضرر المؤسسة، فإنه يعطي الخيار للطرف الآخر.

* تكاد تتفق وجهات نظر المختصين، من أن المشتقات بطبيعتها مبادلة صفريّة، حيث ما يربحه أحد الطرفين هو ما يخسره الطرف الآخر، ولهذا السبب فإن المشتقات المالية لا تعد مبادلة "حقيقية" لأنها لا يراد بها نقل ملكية الأصول محل الاشتقاق، بل يقتصر الأمر في الأغلب الأعم على تسوية فروقات الأسعار عند نهاية العقد. مما يجعل أهم الأدوات السائدة لمعالجة المخاطر (المشتقات) تنحج إلى النقيض، فهي تفصل المخاطر عن الملكية، وتجعل المخاطر "سلعة" مستقلة، وهذا يؤدي إلى أن تصبح إدارة المخاطر تسير في اتجاه مغاير لمسار توليد الثروة.

¹ سامي السويلم، المرجع السابق، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 165.

² مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم: 238 (24/9) بشأن عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية، الدورة الرابعة والعشرين بدبي، خلال الفترة من: 09 - 07 ربيع الأول 1441هـ، الموافق: 04 - 06 نوفمبر 2019م، متاح على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/5188.html>

** تم تطبيقها عملياً في هيكله الصكوك، أنظر ص ص 56-57

- التحوط باستعمال الضمان لوقاية رأس المال في الاستثمار: هناك آليات متنوعة تندرج ضمن صيغ الضمان للتحوط من مخاطر الخسارة أو عدم الربح في المشروعات الاستثمارية، وقد أكد المجمع في قراراته على جوازها. ومن تلك الصيغ:
- ✓ **ضمان الطرف الثالث:** وهو الشخص الطبيعي أو الاعتباري المنفصل عن طرفي العقد إذا ألزم نفسه بالتبرع بالضمان في مشروع معين. وقد أكد قرار المجمع رقم 30 (3/4) على جواز هذا الضمان بشرط أن يكون الضامن منفصلاً في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل لجبر الخسارة في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً. وفي هذا الإطار ورد في معيار صكوك الاستثمار رقم 17 في البند (7/8/1/5) لهيئة الأيوبي (AAOIFI)، أنه "...يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل...، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك مالكة بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره...".¹
- ✓ **تحميل المضارب عبء إثبات دعوى الخسارة:** وقد أقر المجمع في قراره رقم 212 (8/22) نقل عبء الإثبات في دعوى الخسارة إلى البنك (المضارب) خلافاً للأصل، بشرط وجود قرائن تخالف أصل دعواه بعدم التعدي.
- كما يجدر التذكير أن هيئة الأيوبي (AAOIFI) قد أشارت إلى طرق التحوط التي يمكن اتخاذها لمواجهة مخاطر الصكوك في معيارها الشرعي الدولي رقم (17) ضمن الشروط التي لا بد أن تراعى في نشرة الإصدار في البند (11/1/5)، حيث أوردت أنه "يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من التقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك. لا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معينة من العائد".²
- **معاملات التحوط الممنوعة شرعاً في الصكوك:** أشار مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 238 (9/24) بشأن عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية إلى معاملات التحوط (الحماية) بالمعنى العام الممنوعة شرعاً المتعلقة بالتحوط لضمان رأس المال الصكوك، أن هناك جملة من التحوط والاشتراطات والتعهدات التي تتضمنها إصدارات الصكوك تخالف الضوابط الشرعية وما أكد عليه قرار المجمع رقم: 30 (4/3) 1988م، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، ورقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية. ومنها:³
1. ضمان القيمة الاسمية من قبل المصدر (مضاربا، شريكا مديرا، وكيلبا بالاستثمار).
 2. تعهد المضارب بإقراض محفظة الصكوك لضمان حد معين من توزيع الأرباح.
 3. اشتراط عدم تمكن حملة الصكوك من التصرف مثل عدم التصرف في العين المؤجرة في حال العجز عن سداد الأقساط.
 4. عدم نقل ملكية أصول الصكوك للمستثمرين أو حملة الصكوك مما يعني عدم دخولها في ضمانهم وعدم استحقاق العائد، لأنهم لم يتحملوا الغرم مقابل الغنم، ومما يدل على ذلك بقاء تلك الأصول في ميزانية المصدر غالبا.
 5. اشتراط أن تتضمن نشرة الإصدار إقراض المدير حملة الصكوك في حال نقص الربح الفعلي عن نسبة معينة، وغالبا ما يربط هذا الشرط بأن الربح إذا تجاوز تلك النسبة فيعود الزائد كله للمدير في شكل حافز.

¹ الأيوبي (AAOIFI)، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 478

² المرجع السابق، ص 479

³ مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم 238 (9/24)، مرجع سابق

ثانياً- بعض أدوات تخفيف مخاطر الصكوك: هنالك عدة أدوات أو وسائل لتخفيف مخاطر الصكوك التي يتعرض لها المستثمر، بما يتناسب مع أحكام الشريعة الإسلامية. أهمها الصكوك ذات العائد المتغير، والطلب العالي للصكوك بالنسبة للصكوك المنافع والخدمات، وضمان الطرف الثالث، وتسجيل (إدراج) الصكوك في الأسواق المالية المعروفة بالشدة وبصرامة شروطها (تطبيق مبادئ الحوكمة)، وأخيراً توفر سلطة إشرافية دقيقة على الصكوك المصدرة.

تعتبر صكوك الأصول الثابتة المؤجرة ذات العائد المتغير أداة فعالة لتخفيف من مخاطر السوق بالنسبة للمستثمر ومخاطر الكلفة البديلة بالنسبة للمصدر والمترم. وذلك لأن إيراد هذه الصكوك يتغير تبعاً لتغير كلفة التمويل في الأسواق التي تتداول فيها هذه الصكوك. ويضاف في ذلك أن صكوك الأصول الثابتة المؤجرة تمثل موجودات حقيقية، مرتبطة بوعدهم بالشراء من قبل الجهة المصدرة أو الملتزمة، الأمر الذي يخفف من مخاطر أسعار الموجودات التي يمثلها هذا النوع من الصكوك، وبخاصة بالنسبة للصكوك ذات الآجال القصيرة. ومن جهة أخرى فإنه ينقل مخاطر السوق إلى مخاطر الائتمان المتعلقة بقدرة المترم بالسداد على تنفيذ التزاماته، فتشكل فيه ملكية الأصول الثابتة نوعاً من الضمان الذي يقلل المخاطر.

أما تأثير الطلب، فإنه لنجاح الصكوك لا بد من توفر طلب مرتفع ومستمر للمنافع أو الخدمات أو السلع التي تمثلها الصكوك. إن توفر الطلب العالي المستقر لهاته الموجودات التي تصدر بها هذه الصكوك يمثل أهم أداة للتخفيف من مخاطر السوق، فضلاً عن كونه شرطاً حقيقياً لنجاح الإصدار نفسه. ففي مثال صكوك زمزم للمنافع الفندقية في مكة المكرمة نلاحظ ارتباط هذه المنافع بالطلب على الحج وهو طلب مستقر ومرتفع ومتزايد في الوقت نفسه. وذلك بسبب العوامل الأساسية التي تحدد هذا الطلب، وهي عدد المسلمين المتزايد، وازدياد وعيهم بواجباتهم الدينية، وكذلك تحسن أوضاعهم الاقتصادية والمالية.

أما ضمان الطرف أو الفريق الثالث (المترم أو الضامن)، فإنه يشكل أداة مهمة للتخفيف من مخاطر الصكوك. وفي الواقع فإن معظم الصكوك التي صدرت تضمنت ضمان فريق ثالث، يلتزم بسداد قيمة الصكوك وتسلم الأصول والموجودات التي تمثلها في حالة عجز الفريق الثاني عن الوفاء بالتزاماته.

أما الأداتان الأخرى للتخفيف من مخاطر الصكوك فهما شروط الإدراج (Listing Conditions) في السوق التي تسجل فيها الصكوك وشروط السلطة الإشرافية في بلد الإصدار أو التسجيل. إن شروط تسجيل الصكوك هي في الوقت الحاضر الشروط نفسها التي تخضع لها سندات الدين التي تصدرها الشركات والحكومات. ولم تصدر بعد في معظم الأسواق المنظمة، سواء في البلدان الإسلامية أم في غيرها، شروط تسجيل خاصة بالصكوك. الأمر الذي ولد الكثير من الخلط بين خصائص الصكوك وخصائص سندات الدين. فعلى سبيل المثال، إن المبدأ الأساسي في الصكوك وهو أنها تمثل ملكية حقيقية لأصول حقيقية وليست ديوناً محضة على جهة الإصدار لا يلحظ في الشروط القائمة في التسجيل في هذه الأسواق في الوقت الحاضر. الأمر الذي يشكل نقصاً كبيراً في التخفيف من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصكوك إذا ما قورن مع الاستثمار بسندات الدين التي تخالف أحكام الشريعة.

وبما أن الصكوك تمثل أعياناً حقيقية من جهة، وترتبط بالتزام من المصدر أو المترم بشراء هذه الأعيان بسعر محدد من جهة أخرى، فإنها تحتاج إلى شروط خاصة بالتسجيل تراعي هذه الخصوصية الفريدة. وبخاصة أن من نتائج هذه الخصوصية أن التزام الطرف الواعد بالشراء يرتبط دائماً بتوفر الأصول الحقيقية التي سيقوم بشرائها ووجودها الفعلي في تاريخ الشراء. وهي مسؤولية تقع في المآل على حملة الصكوك، أي المستثمرين أنفسهم.

ومن جهة أخرى فإن صدور الفعلي للصكوك منذ أول القرن الحالي لم يُسبق بإصدار نظام للصكوك في بلدان الإصدار، بل إن الصكوك صدرت مستندة إلى فتاوى وآراء شرعية بحته لم ير القانونيون فيها معارضة للقوانين والنظم السارية. إن السلطة

الرقابية والإشرافية في البلدان التي تصدر فيها الصكوك مطالبةً بالقيام بمسؤوليتها تجاه المستثمرين. وذلك بإصدار نظم تفصيلية تتعلق بشروط الإصدار والإشراف والرقابة على مصدري الصكوك والملتزمين بها، وعلى تداولها بحيث تحافظ على مقوماتها الشرعية، وعلى خصائصها الفريدة باعتبارها تمثل أصولاً حقيقية، ولا تمثل ديوناً على أية جهة من الجهات، وذلك على الرغم من الوعد بالشراء من قبل المصدر أو الملتزم، وعلى الرغم من ضمان الفريق الثالث¹.

3- المبحث الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي

يُعد العائد أحد متغيري القرار الاستثماري باعتبار المخاطر المتغير الآخر، لذلك تعتبر العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر الواجب قبولها جوهرية بالنسبة لكافة القرارات الاستثمار في الأوراق المالية، والمفاضلة بين البدائل المتاحة. كما تعد هذه العلاقة من بين أهم خصائص الاستثمار والتمويل الإسلامي التي تميزه عن التعامل الربوي مضمون العائد للمقرض بالفائدة، ففي سبيل سعي المستثمر في التمويل الإسلامي تحقيق معدلات عالية من الأرباح، فإنه لا بد أن يقابل هذا السعي استعداده لتحمل الخسارة بنفس المستوى أو ما يقاربه، وهو ما نحاول إبرازه في هذا المبحث من خلال ثلاثة محاور رئيسية، يناقش الأول منها الإطار النظري للعلاقة بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي، ويتطرق الثاني إلى موضوع تسعير الصكوك بين النظرية وواقع تطبيقها، بينما يستعرض المحور الأخير أهم نماذج تحليل وقياس علاقة العائد بالمخاطرة في ظل غياب نماذج قياس تختص بالصناعة المالية الإسلامية.

3-1- الإطار النظري للعلاقة بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي

أدت نظرية المحفظة الحديثة (MPT: Modern portfolio theory) دوراً مهماً في تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة والمبادلة بينهما، بافتراضها أن المستثمر العقلاني (الرشيد) لا يهتم فقط بالعوائد المتوقعة والمقبولة، بل كذلك بالمخاطر المتوقعة والمقبولة عندها، حيث يسعى إلى اختيار التوليفة المثلى من بين البدائل الاستثمارية المتاحة أمامه وفق المبادلة بين البعدين الأساسيين (العائد والمخاطرة)².

بموجب هذه النظرية (MPT) تم تحليل كيفية اختيار المحفظة الكفأة، والتي تحقق أفضل عائد في ظل مستوى معين من المخاطر أو أقل درجة مخاطرة عند نفس مستوى العائد. وعليه فإن المبدأ الأساسي لنظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة أن العائد والمخاطر بينهما علاقة تبادلية (Trade off) أو بعبارة أخرى مباشرة إيجابية (طردية)، فبازدياد المخاطرة يزداد العائد المطلوب وبانخفاضها يقل العائد المطلوب³. تمثل هذه العلاقة أحد المبادئ الأساسية التي يقوم عليها الاستثمار في الأوراق والأصول المالية بشكل عام، ويوضح الشكل (2-4) هذه العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة، إذ يظهر أن العائد المرتفع يرتبط بالمخاطرة المرتفعة للورقة المالية، وأن المستوى المنخفض للمخاطرة أو عدم التأكد للورقة المالية يقابله مستوى عائد متوقع منخفض، وفقاً لهذا المبدأ فإن الاستثمار في الأصول المالية المختلفة يمكن أن تحقق عائداً مرتفعاً فقط، إذا كان المستثمر مستعداً لقبول إمكانية حدوث خسائر (مخاطر)⁴.

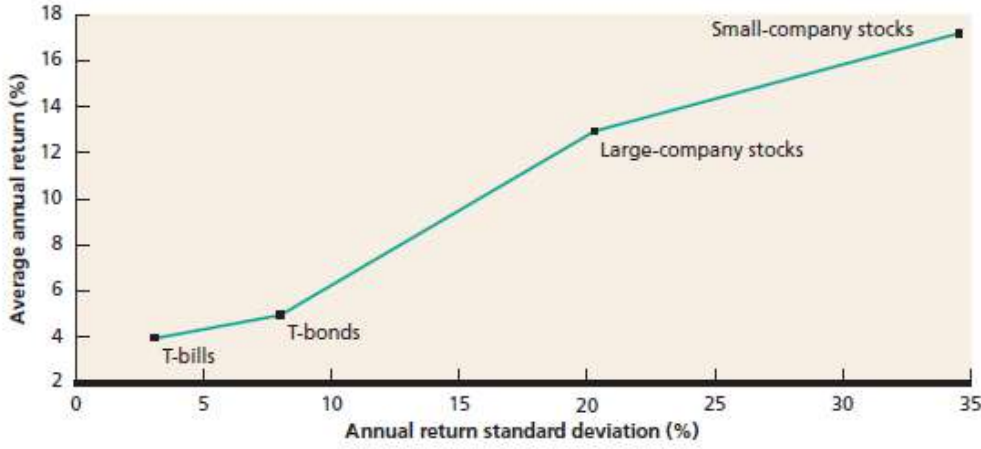
¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 255-256

² محمد العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سابق، ص 39.

³ جمعة درويش، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، 2009 م.

⁴ أنظر أيضاً: ورد كوجك، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية، ص 22. بتصرف

الشكل (2-4): العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة (Risk-Return Trade-Off) للأوراق المالية من منظور تقليدي



Source: Bradford D. Jordan and Thomas W. Miller, **Fundamentals of Investments “valuation and management”**, fifth edition, Published by McGraw-Hill/Irwin, Jr (2009), New York, USA. P 27

تبعاً لما سبق نجد العديد من المؤيدات الشرعية لمبدأ نظرية المحفظة الحديثة (MPT) مستقاة من القواعد والنصوص الفقهية التي يكتنزها فقه المعاملات المالية، إذ يزخر النظام المالي والاقتصادي الإسلامي بجملة من الضوابط والأحكام الفقهية التي تدل على اعتبار الفقهاء الأصوليون للمخاطرة سبباً من أسباب قيام المشاريع الاستثمارية، بل عللوا منع أشكالاً من المعاملات المالية لانعدام المخاطرة، في حين أجازوا أشكالاً أخرى تقوم عليها، حيث جعلوا استحقاق الربح (العائد) مرتبطاً بتحمل عنصر الخسارة (المخاطرة)¹، ويعد استعداد تحمل المخاطرة شرطاً ضرورياً لشرعية الربح في أي عملية استثمارية. وفي هذا السياق نجد قاعدتان فقهيّتان تربطان العوائد بالمخاطر الاستثمار الأساسية وتشكلان أساس المعاملات المالية الإسلامية، القاعدة الأولى هي "العُثم بالْعُثم"²، والتي تربط "استحقاق الربح بتحمل مسؤولية الخسارة" أو بعبارة أخرى "أن الحق في العوائد مبررٌ بتحمل مخاطر الربح والخسارة"، كما تستخدم هذه القاعدة لتفضيل استخدام أدوات التمويل المبنية على المشاركة في الربح والخسارة؛ أما القاعدة الثانية فاشتقت من الحديث النبوي الشريف الموجز "الخراج بضمان"³ والذي ينص على أن من يضمن شيئاً إذا تلف، يكون له نفع ذلك الشيء في مقابلة ضمانه حال التلف⁴. كما تؤكد القاعدة بأن الطرف الذي يتمتع بالمنفعة الكاملة من أصل أو شيء يجب عليه أن يتحمل مخاطر ملكيته. ونلاحظ أن ربط العوائد بمخاطر الملكية لا تقتصر فقط على عقود القائمة على الشراكة، بل يشمل هذا المبدأ أيضاً المخاطر المتعلقة بالملكية المرتبطة بالعقود القائمة على البيوع والتأجير. على سبيل المثال يتحمل البائع جميع المخاطر المصاحبة لحل عقد بيع أو عقد تأجير، ويجب أن يتحمل المؤجر مسؤولية الأصل المؤجر⁵.

بتطبيق ما سبق على الصكوك، نجد أن عوائدها الناشئة عن استثمار حصيلة إصدارها -باعتبارها رأس مال مستثمر- فيما أعدت له لا تحمل، إلا إذا كان أصحاب رأس المال (حملة الصكوك) قد عرضه للمخاطرة أي الغنم. فعوائد الصكوك، وهي

¹ عبد الرحمان نعجة، إشكالية المخاطر الاستثمارية في المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 186.

² مجلة الأحكام العدلية، المادة 87، نقلاً عن عبد الرحمان نعجة، إشكالية المخاطر، مرجع سابق، ص 191.

* الخراج هو العائد أو الربح، والضمان هو التعرض للمخاطرة.

³ انظر: الحافظ العسقلاني، بلوغ المرام، مرجع سابق، ص 210.

⁴ مجلة الأحكام العدلية، المادة 75

⁵ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 621-622

غير مضمونة على مصدرها تخضع لطبيعة الاستثمار وتقلبات السوق، وهو ما يميزها عن التعامل الربوي مضمون العائد للمقرض (حامل السند) بالفائدة حالة السندات التقليدية، ففي سبيل سعي المستثمر في الصكوك لتحقيق معدلات عالية من الأرباح فإنه لا بد أن يقابل هذا السعي استعداده لتحمل مخاطر بنفس المستوى أو ما يقاربه تبعاً للعلاقة الوثيقة بين التمويل الإسلامي وتحمل المخاطر، وهذا يوافق التطبيق المباشر للعلاقة التلازمية بين العائد والمخاطر (Risk/Return Trade-Off) المبدأ الأساسي التي تقوم عليه نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة (MPT)¹.

تنعكس هذه العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة (كلما زادت المخاطرة، ازداد العائد المحتمل) في مبدأ تسعير أي أداة مالية في السوق الحرة فالطلب القوي على أداة أقل مخاطرة يدفع سعرها للارتفاع (فيكون عائدها حينئذ منخفضاً نسبياً)، في حين أن الطلب الضعيف على أداة أكثر مخاطرة يدفع بثمنها إلى الانخفاض (وبالتالي يكون عائدها المحتمل عالياً)، فعلى سبيل المثال تعد السندات السيادية مثل سندات الخزينة الأمريكية إحدى الاستثمارات الأقل مخاطرة، ولكنها تقدم معدل عائد أدنى من ذلك الذي تقدمه سندات الشركات، يعود السبب في ذلك إلى أن الشركة تكون عرضة لمخاطر الإفلاس أكثر من الحكومة الأمريكية، لذلك تقدم الشركات المصدرة للسندات معدل عائد أعلى من أجل استقطاب المستثمرين².

من هنا سنخرج على موضوع -جديراً بالتطرق له من وجهة نظرنا- تسعير الصكوك بين التأصيل الشرعي (منظور إسلامي) وواقع تطبيقها العملي -ليس كما يجب أن تكون-.

3-2-2- تسعير الصكوك بين النظرية وواقع تطبيقها: نظراً لأهمية الموضوع -الذي يحتاج بحثاً أكثر تفصيلاً- سنقتصر على دراسته في أربعة نقاط رئيسية، نتعرض في الأولى منها إلى تسعير الصكوك من منظور التأصيل الشرعي؛ بينما في الثانية نتطرق إلى كفاءة تسعير الأوراق المالية من منظور إسلامي؛ ونشير في الثالثة إلى واقع تسعير الصكوك، أما في النقطة الأخيرة نطرح واقع تقييم الصكوك. وفيما يلي تفصيل لذلك.

3-2-1- تسعير الصكوك من منظور التأصيل الشرعي: يرتبط تسعير الأوراق المالية الإسلامية بشكل عام والصكوك بشكل خاص بأداء وقيمة ما تمثله من موجودات، التي قد تكون أعياناً أو منافع أو خدمات أو ديوناً في ذمة الغير في بعض مراحل استثمار المال الذي يمثل الصك فيه حصة شائعة، كما يمكن أن تكون مشروعاً استثمارياً يشمل خليطاً من الأعيان والمنافع والديون، وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط، بهذه الخاصية يتميز الصك عن السند الربوي، حيث أن هذا الأخير يمثل ديناً في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفاً يستحقها حامله، وهذا ما يجعل العائد على الصك مشروعاً، على أساس تحمل حامل الصك كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الموجودات، بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط، دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات، ويستحق بذلك نسبة محددة من الربح سلفاً دون أن يتحمل شيئاً من تبعات الهلاك، وهذا غير مقبول في المنظور الشرعي الذي يقرر بأن استحقاق الربح يكون بمقدار الاستعداد لتحمل المخاطرة على أساس القاعدة الشرعية "العُثم بالْعُثم"، ويترب على ذلك أن يتم تسعير الصكوك وغيرها من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة (كالأسهم مثلاً) المتداولة في الأسواق المالية وفق آلية شرعية لتقدير قيمتها الحقيقية، تختلف عن تسعير السندات التقليدية التي تعتمد مفهوم الفائدة الربوية، وهذا يعيد الأمر إلى مفهوم تقييم الأشياء من الوجهة الشرعية، والتي تتضمن مفهوم ضوابط استحقاق العائد من خلال ما يلي:

¹ ناصر سليمان، وريعة بن زيد، العائد والمخاطرة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، ورقة بحثية مقدمة إلى "دراسة قياسية مقارنة بين مؤشري داوجونز للصكوك الإسلامية ومؤشر ستاندارد آند بورز لسندات الخزينة التقليدية خلال الفترة: (2009/11/23 - 2014/11/17)"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي (ICIEF)، الجوانب المؤسسية للإصلاحات الاقتصادية والنقدية والمالية، الدوحة، قطر، 23-25 مارس 2015.

² إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 524.

أولاً- يعطي الصك لحامله حصة من الربح: إذ يراعى في ذلك سلامة رأس المال قبل تقسيم الربح بحسب الاتفاق، حيث يتم تحديد عائد الصك بنسبة شائعة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقاً من القيمة الاسمية، وتحدد هذه النسبة وقت التعاقد أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب أو في الصك نفسه، وتأخذ عوائد الاستثمار الذي يحققه المستثمر (حامل الصك) فعلاً من امتلاكه أو بيعه للصك الاستثماري، إما في شكل توزيعات الأرباح، أو أرباحاً رأسمالية.

ثانياً- يلزم الصك صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة: يلتزم مالك الصك بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة¹، وفي حدود مساهمته في المشروع الممول بحصيلة الصكوك، سواء أكانت الأعباء مصاريف استثمارية أو هبوط في القيم وغيرها من المخاطر التي قد تتعرض فيها ملكيته للموجودات التي يمثلها الصك²، ويكون ذلك في حدود المبالغ التي أكتسب بها في المشروع³، فيتحمل حامل الصك بحصته أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيه، لأن حملة الصكوك (أرباب المال) يملكون المشروع ملكية مشتركة، وتلف المال وهلاكه وخسارته على مالكه انطلاقاً من المبدأ الذي تقوم عليه كافة المشاركات في القواعد المالية الإسلامية، وهو نفس المبدأ الذي يقوم على أساسه إصدار وتداول الصكوك⁴، من حيث العلاقة بين المشتركين فيها، بالاشتراك في تحمل الخسارة مقابل استحقاق الربح، وهو يوافق مبدأ "الغنم بالغرم" أو "الخراج بالضمنان" أي الكسب بالمخاطرة وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع⁵، وهذا يوضح وجود ضوابط لاعتبار المخاطر وسيلة لتحقيق العائد، كما يتوجب حفظ الأموال من خلال قدرة أصحاب المشروع الاستثماري على إدارة المخاطر بما يمنع التقصير والتعدي.

ولو نظرنا إلى تقييم العائد تبعاً لما سبق، لاتفصح أن هناك ضوابط لتقييم سعر صكوك في الأسواق المالية، ومنها يظهر سعرها الحقيقي، مثال: صكوك شركة لاستخراج الفوسفات، فإن قيمة الورقة المالية من صكوك أو أسهم سترتفع تبعاً لما يلي⁶:

✓ ارتفاع هامش الربح على المبيعات بسبب الطلب؛

✓ زيادة قيمة موجودات الشركة أو عقد الاستخراج التي تمثلها الصكوك؛

✓ زيادة العائد الناتج عن تحمل المخاطر بسبب الظروف السياسية في المنطقة التي تستخرج منها مادة الفوسفات، أو تغير سعر الصرف بقبض الثمن مؤجلاً، أو زيادة قيمة السلع البديلة كالبوتاسيوم في تصنيع المنتجات الزراعية وغيرها.

3-2-2- كفاءة تسعير الأوراق المالية من منظور إسلامي: تعكس الأوراق المالية قيمة أصول الشركات التي تطرحها، فقد ظهرت أهمية تسعير الأوراق المالية بوضع سعر عادل لها نظراً لما يلي⁷:

أ- ينظر إلى الأسعار اقتصادياً بأنها المحدد الأساسي لمستوى المبيعات من المنتجات، وعلى المستوى الحكومي، فإن أسعار المنتجات تخضع للمراجعة الدائمة بسبب تأثير الأسعار بالتضخم مما يؤثر على رفاهية المواطنين، كما يؤثر السعر على الربحية حيث يحدد السعر مدى تحقيق العائد، وحساب الربح؛

¹ زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي بماليزيا: international conference on Islamic Banking and Finance, cross Border practices and litigations (15-16 June 2010).

² أحمد حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، مرجع سابق، ص 14

³ أسامة عبد الحلیم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009م، ص 34

⁴ فؤاد محسن، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.

⁵ عبد الله المطلق، الصكوك، مرجع سابق.

⁶ عبد الله إبراهيم نزال، كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية، بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول: "حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي بقرطاج، الجزائر، 23-24 فيفري 2011م.

⁷ عبد الله نزال، كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق.

ب- السعر أحد العوامل المؤثرة في تحليل العملاء لتكلفة ومردودية البدائل المتاحة وتقييمه، ويعتبر أحد المدخلات في تحليل المخاطر المرتبطة بكل بديل استثماري؛

ج- كما يعتبر السعر مؤشراً على قوة الأداء المالي للشركة.

وتحديد أسعار الصكوك يحكمها تحقيق العائد من المصادر المعترية شرعاً، والتي سبقت الإشارة لها، والذي تختلف طبيعته باختلاف نوع العقود الإسلامية التي تصدر الصكوك على أساسها، وذلك تبعاً للأمر التالية¹:

✓ يتطلب تعدد صيغ الهيكلية للصكوك أساساً محاسبية لقياس العائد لكل نوع، إضافة للأسس المحاسبية الإسلامية العامة.

✓ تأثره باختلاف نشاط المشروع الممول عن طريق الصكوك ومدى نمو القطاع الذي ينشط فيه، مما يسبب اختلافاً في توقيت تحقيق العوائد وتحصيلها وبالتالي توقيت تحقق الربح وتوزيعه.

✓ قرار تحديد السعر يحدد مدى تعظيم قدرة مصدر وحامل الصك على الاستفادة مما تتيحه البيئة من فرص وتفادي التهديدات، فالسعر العادل هو الذي يعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية تبعاً لمستوى المخاطر والعائد الذي يتوقع تحقيقه، والعائد السائد في السوق.

وبناءً على ما سبق نستنتج أن هناك فروقاً في تسعير الصكوك من منظور شرعي عن نظيرتها السندات التقليدية، وتتمثل بما يلي:

✓ عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بُنيت هيكلية الصكوك عليها؛ فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك مضاربة فعائد الصك يتحقق من ربح المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات إنما هي التزام من المقترض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها؛ وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض².

✓ يعتمد تسعير الصكوك على مفهوم العائد الشرعي وهذا يرتبط بقيمة عوائد الأصول الحقيقية التي تمثلها الصكوك والتي تتأثر بالمخاطر، والعرض والطلب، في حين أن تسعير السندات التقليدية قائم على مفهوم الفائدة والتي ترتبط بالقيمة الزمنية للنقود.

✓ هناك ضوابط شرعية تحكم صحة التسعير بسبب ضابط التعامل بالصكوك تبعاً لنوع العقد المهيكل لها، بما يكفل تحقيق مصلحة المتعاملين.

✓ الذي يميز كفاءة تسعير الصكوك من منظور شرعي عن تسعير السندات التقليدية في السوق المالي التقليدي هو ارتباطها بقيمة الأصول التي تمثلها، والتي يفترض حسابها عند البيع حيث يتضح مدى ربحها أو خسارتها، وهي بذلك أضمن بتحديد السعر الحقيقي³.

3-2-3- واقع تسعير الصكوك: بعيداً عن الإطار النظري لتسعير الصكوك من منظور إسلامي ومقارنته بنظرية تسعير السندات التقليدية المعتمدة على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية¹، سنعالج تسعير الصكوك من زاوية واقعها العملي، في النقاط التالية:

¹ عبد الله إبراهيم نزال، المرجع السابق. بتصرف.

² عثمان ظهير، الصكوك الإسلامية... بوادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد، الصحيفة الاقتصادية الالكترونية، العدد: 6109، الصادرة بتاريخ: 2010/07/03.

³ عبد الله إبراهيم نزال، المرجع السابق. بتصرف.

أولاً- الطرق العملية لتسعير الصكوك: سعيًا للتقريب بين السندات التقليدية ومختلف هياكل الصكوك وحتى تلقى هذه الأخيرة القبول العام، اتجه المصدرون إلى ربط عوائدها بسعر الفائدة ليبور، حيث يجري هذا الربط بوحدة من طريقتين²:

✓ **الطريقة الأولى:** وفقا لهذه الطريقة يتم ربط عوائد الصكوك الإسلامية والمتمثل في هامش الربح في حالة صكوك البيوع (المراجحة، الاستصناع، السلم) أو الأجرة في حالة صكوك الإجارة أو حتى تحديد الأرباح في صكوك المشاركات بمعدل الفائدة عادة ما يكون ليبور (Libor) مع إضافة هامش المخاطرة، وهذا الربط قبلته الهيئات الشرعية استناداً لقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن الربط القياسي³ والذي نص على: "ولما كان العائد الدوري على الأسهم مصدره الدفعات الإيجارية التي يدفعها المستأجر (مصدر الصكوك)، تغيرت عوائد الصكوك تبعاً لتغيرات الإيجارات المرتبطة بسعر الفائدة فتحقق المطلوب"⁴.

وتوضيحاً لما سبق، فإن العائد على الصكوك وفقاً لهذه الطريقة يكون متغيراً بتغير سعر الفائدة المرجعي، عادة يتمثل في معدل ليبور للأجل (محدد لثلاثة أو ستة أشهر مثلاً) زائد علاوة ثابتة، وفي هذه الحالة تدفع الجهة المصدرة لحملة الصكوك مبلغاً يعادل معدل ليبور لأجل ما زائداً علاوة معلومة، فعلى سبيل المثال جهة إصدار ما تدفع لحملة صكوكها عائداً يقدر بمعدل الفائدة ليبور لستة أشهر مضافاً إليه هامشاً يقدر بـ 100 نقطة أساس (1%)، أي (معدل ليبور لستة أشهر + 1%)، وعلى افتراض أن معدل ليبور في تلك الفترة كان مثلاً 3%، فذلك يعني أن المستثمر سيحني 400 دولار أمريكي والذي يقابل (4%) من صكوك تبلغ قيمتها الاسمية 10.000 دولار أمريكي.

✓ **الطريقة الثانية:** وتستخدم هذه الطريقة عندما تكون عوائد الصكوك ثابتة غير متغيرة بمؤشر، مثلاً حالة الأجرة الثابتة في صكوك الإجارة.

تتولى في هذه الحالة الجهة المسؤولة عن تحصيل الإيجارات وتوزيعها على حملة الصكوك وتمثل عادة في أمين الاستثمار (الوكيل عن مصدر الصكوك للقيام بذلك)، بإيداع الإيجارات عند تحصيلها في حساب مخصص ثم يدفع لحملة الصكوك عائداً مرتبطاً بأسعار الفائدة يتمثل عادة في معدل ليبور، فإن كانت الأجرة التي وقع تحصيلها أكثر من المبلغ المطلوب دفعه لحملة الصكوك بعد ربط العائد بمعدل ليبور لتلك الفترة، أودع ما زاد في حساب احتياطي يستخدم فيما بعد، وفي حال كون المبلغ المحصل من الأجرة أقل من المبلغ المطلوب دفعه (العائد الدوري) إلى حملة الصكوك بعد الربط بالمؤشر (معدل ليبور) ففي هذه الحالة يتم اللجوء إلى المبالغ المودعة في الحساب الاحتياطي، فإذا لم تكن كافية طلب من المصدر أن يوفر الأموال اللازمة بناءً على تعهده عند الإصدار بتوفير السيولة الكافية لهذا الغرض على سبيل القرض الحسن الذي يسترد في الفترات التالية، وفي حالة عدم توفر الأموال الكافية لاسترداد القرض طوال مدة العقد فإنه يُحسم من ثمن الشراء في نهاية العقد⁵. وتجدر

¹ للمزيد من التفاصيل حول هذا الإشكال أنظر: سليمان ناصر، وريبعة بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة ليبور، مرجع سابق

² ناصر سليمان، وريبعة بن زيد، العائد والمخاطرة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، المرجع السابق.

³ للمزيد من التفاصيل، أنظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الثانية عشر، الجزء الرابع، جدة، 25 جمادى الآخرة 1421هـ - 1 رجب 1421هـ الموافق 23 - 28 سبتمبر 2000م، ص 10.

⁴ محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق لـ 26-30 أبريل 2009م.

⁵ محمد القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، المرجع السابق.

الإشارة أن هذه الطريقة يمكن أن تستخدم كذلك مع مختلف أنواع الصكوك الإسلامية الأخرى، حتى إذا كانت تدر عوائد متغيرة.

وبناء على ما سبق يلاحظ، أنه رغم الاختلاف بين صناعة الصكوك والسندات التقليدية، والذي يتمثل في أن الفائدة هي زيادة مشروطة في الدين الربوي حالة السندات التقليدية، في حين نجد مثلاً أن هامش الربح (العائد) في صكوك البيوع كالمراجحة والاستصناع هو جزء من ثمن بيع صحيح، إلا أننا نجد أن الصكوك تستند في تحديد عوائدها على أسعار الفائدة العالمية.

ثانياً- أهم محددات واقع تسعير الصكوك: نقصد بذلك أهم العوامل المؤثرة في تسعير الصكوك، ومنها ما سيأتي¹:

أ- أسعار الفائدة: غالباً ما كان ينظر للصكوك على أنها أداة دين. وبالتالي، اعتماد المستثمرين على المطالبة بعائد يفوق عائد مؤشر قياسي معين بنسبة محددة، كما جرت العادة على استخدام مؤشر الليبور (Libor) في تسعير العديد من إصدارات الصكوك خاصة العالمية منها. وقد أجاز علماء الشريعة استخدام معدل الفائدة التقليدي كمؤشر عند التسعير (كما تمت الإشارة إليه سابقاً). لكونه المعدل المستخدم عالمياً في السوق التقليدي من جهة وعدم وجود بديل شرعي لمعدل الفائدة متفق عليه من جهة أخرى، وقد تم قبول العلماء استخدام هذا المؤشر لأنه لا يفسد بالضرورة العقود الشرعية المستندة عليه، باعتبار أن المؤشر مجرد أداة تساعد في الوصول للسعر الذي يتم الاتفاق عليه.

ب- المخاطر المالية: هناك بعض المخاطر المالية المحددة لتسعير إصدارات الصكوك منها: تؤثر درجة مخاطرة مُصدر الصكوك (الجدارة الائتمانية، كما يحدد تصنيفها من قبل وكالات التصنيف الائتماني) وكذلك مدة استحقاق الصك على التكلفة التي سيتحملها المصدر، إضافة إلى مخاطر السيولة، حيث تضاف علاوة السيولة عند تحديد المعدل الذي سيتحمله المصدر. عموماً، كلما كانت الأداة أكثر سيولة كانت علاوة السيولة أقل، وبالتالي يقل المعدل الذي يدفعه المصدر، ويكون الفرق (Spread) بين أفضل عرض (Bid) وأفضل طلب (Ask) أقل، وبالتالي تصبح الأسعار أقل تقلباً، وأكثر جاذبية لصالح المصدر.

ج- العرض والطلب: للعرض والطلب دورٌ حيوي في تحديد معدل العائد الذي يتعين على المصدر دفعه عند طرح الصكوك. حيث يؤثر الطلب على المصدر إيجاباً، فإذا قرر المصدر إصدار الصكوك، فإنه سيستفيد من مجموعة واسعة من المستثمرين، تشمل كلاً من المستثمرين المسلمين وغير المسلمين. وفي المقابل، عادة لا يمكن شراء السندات التقليدية إلا من قبل المستثمرين غير المسلمين.

وعليه نستنتج أنه من صالح المصدر التوجه إلى سوق الصكوك، حيث يوجد المستثمرون المسلمون وغيرهم وسيدفع المصدر معدل عائد أقل مقارنة بمعدل عائد إصدار السندات التقليدية، نتيجة أن الطلب في سوق السندات - أين يوجد المستثمرين غير المسلمين فقط- يكون أقل من الطلب في سوق الصكوك. وهذا ما يثبتته واقع سوق الصكوك في ماليزيا، حيث يدفع مصدرو الصكوك في ماليزيا اعتماداً على تصنيفهم الائتماني، معدلات أقل مما قد يدفعونه في حالة إصدار سندات تقليدية، ويتراوح الفرق بين 3 و20 نقطة. لكن هذا الأمر لا ينطبق على سوق الصكوك الدولية، فعلى العكس من ذلك، قد يضطر مصدر الصكوك في السوق الدولي لدفع معدل أعلى مقارنة بإصدار السندات التقليدية، ويتراوح الفرق بين 20 و50 نقطة، وأرجع بعض الممارسين أن سبب هذه الظاهرة هو توجه البنوك الإسلامية في استثمار فوائضها المالية نحو منتجات مالية إسلامية أخرى غير الصكوك لدى البنوك التقليدية على المستوى الدولي، ما أدى إلى تسرب الطلب عن سوق الصكوك. وبما

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 498-500. بتصرف.

أن البنوك التقليدية غير ملزمة باستثمار هذه الودائع في الأصول المتوافقة مع الشريعة، فإنها تستثمرها كيفما تشاء. وبعبارة أخرى يمكن استثمار الودائع الإسلامية في أصول غير إسلامية، وهذا ما نعنيه بـ«التسرب» الذي يقلل من الطلب على الصكوك، فالبنوك التقليدية التي جمعت الودائع قد تشتري أو لا تشتري الصكوك. في حين لا يمكن للبنوك الإسلامية التي لديها فائض سيولة أن تشتري الصكوك، لأنها استثمرت هذه الفوائض في منتجات مالية إسلامية أخرى.

3-2-4- واقع عملية تقييم الصكوك: تتمثل النظرية المعتمدة لتسعير السندات التقليدية في حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، والمتمثلة في مدفوعات الفائدة الدورية وأصل رأس المال (أصل الدين)، فإذا قمنا بتحليل الصكوك، على النحو المطبق حالياً فسنجد أنها تنطوي على الأرباح واسترداد رأس المال، ولهذا عادة ما يتم تطبيق نفس صيغة تسعير السندات التقليدية لتسعير الصكوك.

لكن بالرغم من إمكانية التوصل نظرياً (من منظور شرعي) إلى تقييم مختلف في حال مراعاة الخصائص المميزة لمختلف أنواع هياكل الصكوك، إلا أن الكثير من المستثمرين يفضلون خلال هذا الفترة، أن يكون تقييم الصكوك ماثلاً لتقييم السندات التقليدية¹.

3-3- أهم نماذج تحليل وقياس علاقة العائد بالمخاطرة

نظراً للاهتمام المتزايد بالعلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة من قبل المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وغيرهم من المتمرسين والباحثين والأكاديميين، برزت العديد من النظريات والنماذج التي درست العلاقة بين العائد والمخاطرة وفق أساليب علمية، نقتصر على أهمها فيما يلي:

3-3-1- نظرية المحفظة وتطورها

تم تأسيس نظرية المحفظة الحديثة (MPT) وإرساء مبادئها على يد منظرها الأول الحائز على جائزة نوبل للمالية والاقتصاد هاري ماكس ماركويتز Harry Max Markowitz في مقالته عام 1952م، وتعد أول نظرية درست وفسترت العلاقة بين العائد والمخاطرة²، تبعاً لفرضياتها الأساسية التي تستند عليها باستخدامها لمفهوم النفور من المخاطرة (أي أن المستثمر عقلاني ويمتاز بالرشادة) واعتمادها على الثنائية (عائد/تباين) حيث هذا الأخير أو الانحراف المعياري هو مقياس للمخاطرة³.

ساهم في تطوير النظرية فيما بعد المنظر الاقتصادي جيمس توبين James Tobin (1958)، وتمثل تطويره المهم لنظرية المحفظة في إدخاله مفهوم العائد الخالي من المخاطرة من خلال طرحه لافتراض جديد وهو إمكانية المستثمر الإقراض Lend والاقتراض Borrow.

لكن الإسهام الكبير الآخر والذي يعد أهم تطوير حصل في إطار النظرية ذلك الذي أضافه المنظر والرائد المالي الاقتصادي وليام فورسيث شارب William Forsyth Sharpe باقتراحه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) والمختصر له (CAPM)، يمثل هذا النموذج الامتداد الجوهرى لنظرية المحفظة الحديثة (MPT) لماركويتز ويعرف بأنه نظرية للموازنة بين المخاطرة والعائد.

¹ إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 500. بتصرف

² محمد العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سابق، ص 38-39

³ على بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، مرجع سابق، ص 101.

تبرز أهمية نموذج (CAPM) في أنه يجمع سوية ما بين المخاطرة والعائد على أساس كمي فهو يقوم على فكرة إيجاد علاقة بين معدل العائد المطلوب لأي أصل مالي أو محفظة مالية والخطر الموافق له¹، من خلال نموذج رياضي يسمح بتحديد معدل العائد المفروض والذي يمثل المجموع الجبري لمعدل العائد بدون مخاطرة كتعويض عن عنصر الزمن، وعلاوة مخاطرة السوق النظامية مرجحة بمعامل الحساسية β ، وذلك تحت الفرضيات الهيكلية للنموذج وفق طريقة المربعات الصغرى العادية OLS²، وقد صيغت العلاقة الرياضية بين العائد والمخاطرة وفق نموذج (CAPM) كما يلي:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i (R_m - r_f) \dots \dots (2-20)$$

وفقاً لنموذج CAPM والافتراضات الثمانية الكامنة وراءه يتحقق التوازن بين العائد والمخاطرة³، وعلى أساسه يتم تقدير العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها هذا (العائد)، والذي يظهر في شكل علاقة خطية بين العائد والمخاطرة يعرف بخط سوق رأس المال (Capital Market Line :CML).

لكن بالرغم من أهمية نموذج (CAPM) في توفيره إطار عملي لموازنة العائد المتوقع بالمخاطرة المصاحبة له باستعمال العوائد التاريخية الحقيقية من أجل التوقع مستقبلاً وما نتج عنه من استخدام واسع ومكثف في الأسواق المالية ومن قبل الممارسين في الواقع العملي إلا أنه تعرض لجملة من الانتقادات تتعلق بعدم تحقق بعض فرضياته الأساسية التي بني عليها في معظم الأحيان، المتمثلة في:

✓ انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM: نوجز أهمها في النقاط التالية⁴:

- الاعتماد على فرضية كفاءة السوق المالي والتي تبقى نظرية على المستوى القوي خاصة؛
 - الاعتماد على البيانات التاريخية للتنبؤ؛
 - فرضية العلاقة الخطية بين معدل العائد والمخاطر النظامية؛
 - الفرضيات المتعلقة ببقاى النموذج ϵ_t حيث يفترض أنها تشويش أبيض وذات تباين ثابت و أثبتت العديد من النماذج عدم ثباته مثل نماذج ARCH, GARCH؛
 - فرضية استقرارية β ، نموذج CAPM هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية يسمح بتحديد العائد المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية، ومن ثمة يستوجب حساب β التقديري وليس التاريخي وهو غير مستقر عبر الزمن.
 - التنوع: هذا النموذج هو نتيجة لنظرية المحفظة التي تقضي بأن التنوع يقلل من المخاطر غير النظامية؛
 - صعوبة التطبيق خاصة في تحديد معدل العائد بدون مخاطرة، والذي يبقى نظري فسدات الحكومة حقيقة ليس بما مخاطر الإفلاس لكن قد تنطوي على مخاطر أخرى؛
 - الاعتماد على عامل واحد الممثل في عائد محفظة السوق لتفسير معدل العائد.
- ظهرت على أعقاب هذا الانتقاد الأخير اللاذع مقاربات نظرية ونماذج حاولت تقديم معدل العائد كدالة خطية تابعة لعدة متغيرات، أهم هذه النماذج هو نموذج التسعير بالمراجعة (Arbitrage Pricing Theory : APT) يعتبر

¹ Sharpe, William F, Capital Asset Prices, A **Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risks**, the Journal of Finance, Vol. XIX, No.3, 09/1964, pp429-431. Available at the link: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.

² على بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، مرجع سابق، ص 123.

³ للمزيد من التفاصيل أنظر: سيدي محمد عياد، وعلى بن الضب، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة "دراسة تطبيقية بورصة الدار البيضاء"، مقال منشور بمجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2013/02، ص 132.

⁴ سيدي محمد عياد، وعلى بن الضب، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مرجع سابق، ص 132. وعلى بن الضب، تكلفة رأس المال في البورصات العربية، مرجع سابق، ص ص 128.

نموذج (APT) المقترح من قبل ROSS سنة 1976 تعميماً لنموذج CAMP، حيث يفترض منحة أو علاوة الخطر هي مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية والورقة المالية قد تكون كثيرة أو قليلة الحساسية لهذه المتغيرات، وأيضاً بتشويش ε خاص بالشركة؛ وما يعاب أيضاً على هذا النموذج هو عدم قدرته على تحديد هذه المتغيرات بشكل دقيق،

3-3-2- نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH Models) لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة

سمحت التطورات الأخيرة في الاقتصاد القياسي باستخدام نماذج وأساليب قادرة على نمذجة موقف المستثمرين تجاه العائد المتوقع (Return) والمخاطرة (Risk) أو عدم التأكد (Uncertainty) كذلك، في ظل حركية سلوك السلاسل الزمنية المالية والاقتصادية التي تتصف بفترات تقلب شديدة تتبعها فترات تقلب منخفضة، مما يتطلب استخدام نماذج قادرة على التعامل مع تقلبات Volatility (التباين Variance) السلاسل؛ حيث تعاملت النظريات المالية والقياسية التقليدية - كما تمت الإشارة إليه في نموذج (CAPM) - مع تباين حدا الخطأ على أنه ثابت عبر الزمن (Homoskedasticity) والتي من الصعب أن تكون محققة في أغلب الأحيان، في هذا الإطار اقترح Engle (1982) نموذجاً غير خطي يعبر عن الانحدار الذاتي الذي يتضمن تبايناً شرطياً غير متجانس باستعمال معلومات سابقة يسمى بنموذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس ARCH¹.

يكون نموذج ARCH(q) مفيداً عندما نتوقع أن تقلب السلاسل يتغير ببطء شديد في نموذج ARCH(1)، إلا أن نموذج ARCH(q) يصعب تقديره، لأنه قد ينتج تقدير قيم سالبة للمعلمة (α_i) ، حيث كان من عيوب مواصفات ARCH تشابه مواصفاته بمواصفات المتوسط المتحرك للانحدار الذاتي (ARMA)، ولحل هذا الإشكال قدم Bollerslev (1986) فكرة نموذج ARCH المعمم (Generalized ARCH-GARCH). تضمنت الفكرة الجديدة إضافة حدود إبطاء التباين الشرطي إلى المعادلة كحدود الانحدار الذاتي، والتي طورها كل من Bollerslev (1986) و Taylor (1986) باستقلال عن الآخر، حيث يسمح نموذج GARCH للتباين الشرطي أن يعتمد على إبطائه السابق²، وذلك بهدف التنبؤ بالتقلبات المستقبلية اعتماداً على التباينات السابقة وتقلباتها (التباين نفسه) بشكل أكثر شمولاً وسهولة من نموذج ARCH.

يعد نموذج (GARCH-M) اختصاراً لـ (GARCH-in Mean) من النماذج المناسبة لقياس المخاطرة في السوق المالي، إذ يقدم طريقة أكثر دقة لقياس المخاطرة والتنبؤ بها، إضافة إلى دراسة ردة فعل السوق بالنسبة لعلاوة المخاطرة في حالة الاضطرابات المالية (الصدمات المالية)³، ومع افتراض غالبية النظريات والنماذج المالية حصول المستثمرين على مكافأة عند زيادة المخاطرة بالحصول على عائد مرتفع⁴، واستناداً إلى ظروف عدم التأكد التي تصاحب عملية (الاستثمار/ التمويل) في الأسواق مما يزيد من حدة ودرجة المخاطرة والتي بدورها تتغير مع الزمن؛ تطلب ذلك أخذ تغيرات المخاطرة عبر الزمن في الحسبان، وتضمينها بالتوازي مع التغيرات الزمنية للعائد، ويتحقق ذلك في نموذج (GARCH-M) بإدخال التباين الشرطي كمتغير مفسر للمتوسط الشرطي، مما يجعل هذا النموذج قادراً على وصف سرعة التقلبات على عوائد الأصول المالية⁵.

وعليه وبناءً على ما سبق، ونظراً لغياب أدوات تحليل إحصائية وقياسية تختص بها صناعة التمويل الإسلامي ذات الخصائص المميزة عن التمويل التقليدي من جهة ومعاملة الصكوك كالسندات التقليدية على الصعيد العالمي من حيث التسعير

¹ خالد محمد السواعي، موضوعات متقدمة في القياس الاقتصادي "ECONOMETRICS"، ط1، الدار العربية للعلوم ناشرون، بيروت، لبنان، 2015، ص ص 204-205. بتصرف.

² خالد السواعي، موضوعات متقدمة في القياس الاقتصادي، المرجع السابق، ص ص 222-223.

³ ورد كوجك، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 71

⁴ خالد السواعي، مرجع سابق، ص 229.

⁵ ورد كوجك، مرجع سابق، ص 71.

والتقييم في الفترة الحالية من جهة أخرى، تبرز ضرورة وأهمية الاعتماد على نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH Models) كبديل مناسب عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لوصف سلوك السلاسل الزمنية المالية المتعلقة بالمنتجات وأدوات التمويل التقليدية والإسلامية لاسيما الصكوك بهدف اختبار طبيعة العلاقة بين عوائدها ومخاطرها.

خلاصة الفصل

لقد هدف هذا الفصل إلى تحليل مفهوم العائد، المخاطرة والعلاقة بينهما من منظور تقليدي وإسلامي، ضمن ثلاثة مباحث. تطرقنا في المبحث الأول إلى مفهوم العائد ومؤشرات قياسه مع الإشارة إلى حالة الصكوك باعتبار الصك ورقة مالية كغيرها من الأوراق المالية الأخرى المتداولة في سوق الأوراق المالية، لها عائد وتعرض إلى مخاطر، إلا أنها تتميز بمخاطر إضافية لطبيعتها المميزة عن الأوراق المالية التقليدية؛ لذلك جاء المبحث الثاني لتتناول من خلاله مخاطر الصكوك من وجهات نظر ثلاثة مختلفة (المستثمر، المصدر، والملتزم)، مع استعراضنا لبعض الأدوات ووسائل التخفيف من تلك المخاطر، سبق ذلك طرحنا للتحوط كأحد أهم أساليب التعامل مع المخاطر بالإشارة إلى معاملات التحوط الممنوعة شرعاً في الصكوك؛ وانتهى الفصل عند مبحث تحليل العلاقة التلازمية بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي وتطبيقها على الصكوك. وكان من بين أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل، ما يلي:

- تختلف المخاطر التي تواجهها الصكوك عن الأوراق المالية التقليدية بسبب طبيعة العقود التي تقوم عليها، كما ينجر عن وجوب وجود أصول كضمان للعقود المهيكلة للصكوك، انتقال العوائد والمخاطر المرافقة للتدفقات النقدية المتأتمية من تلك الأصول المضمونة والمشكلة لمحفظة الصكوك إلى حملة الصكوك (المستثمرين)، وكتيجة لذلك كل المخاطر التي قد تظهر بعقود الصكوك ترجع في أصلها للمخاطر المرافقة لأصول الصكوك.
- تعد الصكوك صناعة حديثة نسبياً، وعلى الرغم من أن مخاطرها لم تستوعب بشكل جيد، إلا أن محاولة إيجاد أدوات وآليات للتحوط وإدارة المخاطر من قبل منظري المالية الإسلامية في تطور ملحوظ خلال السنوات الأخيرة.
- نرى أنه رغم وجود بعض الآليات المناسبة لإدارة مخاطر الصكوك، لكنها تبقى غير كافية مقارنة مع حجم نمو هذه الصناعة، نتيجة ضيق سوق الأدوات المتاحة التي تستخدم للتحوط والسيطرة على المخاطر وإيجاد بديل شرعي واضح عن المشتقات المالية التقليدية، حيث أن معظم الإسهامات في هذا الإطار ما تزال حديثة ومحل جدل بين الفقهاء حول إيجاد آليات موحدة وفعالة متفق عليها من الناحية الشرعية لإدارة مخاطر الصكوك.
- سعياً للتقريب بين السندات التقليدية ومختلف هياكل الصكوك وحتى تلقى هذه الأخيرة القبول العام وتحقيق نتائج مماثلة لنظيرتها التقليدية، اتجه مصدر الصكوك إلى محاكاة السندات في التسعير والتقييم، من خلال عدة أساليب منها ربط عوائدها بمعدلات الفائدة العالمية.
- يضعف ذلك الاتجاه من الطابع المميز للصكوك، ويطمس فروقاتها الأساسية مقابل نظيرتها التقليدية، لذا يحتاج مصدر الصكوك إلى تغيير جوهري حتى تتوافق إصداراتها مع القواعد الأساسية للشريعة، ويتطلب التحول نحو إصدارات صكوك ذات هيكلية شرعية تميزها عن السندات تفعيل الهندسة المالية الإسلامية المبتكرة التي تقوم على المشاركة في العائد، وكذا المخاطر بدلا من نقلها.
- هناك العديد من المؤيدات الشرعية لمبدأ العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطر (Risk/Return Trade-Off) المستقاة من القواعد والنصوص الفقهية التي يكتنزها فقه المعاملات المالية، والتي تربط استحقاق الربح (العائد) بتحمل عنصر الخسارة (المخاطرة)، حيث يعد استعداد تحمل المخاطرة شرطاً ضرورياً لشرعية العائد في أي عملية استثمارية لاسيما الاستثمار في الصكوك.
- نظراً لغياب أدوات تحليل إحصائية وقياسية تختص بها صناعة التمويل الإسلامي ذات الخصائص المميزة عن التمويل التقليدي من جهة ومعاملة الصكوك كالسندات التقليدية على الصعيد العالمي من حيث التسعير والتقييم في الفترة الحالية من جهة أخرى، تبرز ضرورة وأهمية الاعتماد على نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH Models) كبديل مناسب عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لوصف سلوك السلاسل الزمنية المالية المتعلقة بالمنتجات وأدوات التمويل التقليدية والإسلامية لاسيما الصكوك بهدف اختبار طبيعة العلاقة بين عوائدها ومخاطرها.

الفصل الثالث

الدراسات السابقة حول علاقة العائد
بمخاطر الصكوك الإسلامية ومحدداتها

تمهيد

بعد حصر الإطار النظري للدراسة، يأتي دور مراجعة الأدبيات التطبيقية والدراسات السابقة التي تناولت الموضوع نظراً لأهميتها البالغة في ضبط متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة لمعالجة الموضوع واختبار الفرضيات، كما تسمح مناقشة وتحليل ما توصلت إليه نتائج الدراسات السابقة من مقارنتها مع النتائج المتوصل إليها وإبراز أوجه التشابه والاختلاف بينها. من خلال البحث -وفي حدود اطلاعنا- لاحظنا قلة الأبحاث حول الصكوك، على الرغم من تزايد عددها خلال السنوات الأخيرة في شكل مقالات، كتب، أوراق بحثية مقدمة للمؤتمرات وتقارير إحصائية حول وضع السوق، المنشورة في العديد من المجلات والمدونات ومقالات الصحف، وعدد قليل منها منشور بمجلات علمية محكمة دولية أو موضوع بحث دكتوراه. ويوضح الجدول (1-3) أدناه عدد الأبحاث الأكاديمية حول الصكوك المنشورة خلال الفترة (1990-2016م)، والتي تميزت في الجمل بتركيزها على الجانب الوصفي للصكوك من حيث إطارها النظري وتأصيلها الشرعي، وقلتها من الجانب الكمي القياسي⁹.

الجدول رقم (1-3): إجمالي الأبحاث الأكاديمية حول الصكوك المنشورة خلال الفترة (1990-2016م)

إجمالي دراسات الصكوك المنشورة خلال الفترة (2007-2016م)		إجمالي دراسات الصكوك المنشورة خلال الفترة (1990-2014م)		
عدد المقالات	سنة النشر	عدد المقالات حول الصكوك**	إجمالي عدد المجلات*	قواعد البيانات أو الناشر
20	2016	12	5177	Science Direct
17	2015	31	5300	Scopus Elsevier
8	2014	1	168	Taylor & Francis
15	2013-2011	2	53	Wiley-Blackwell
4	2010-2007	0	92	Springer
4	غير مؤرخة	2	70	Inderscience
68	المجموع	11	84	Emerald Insight

* جميع المجلات المختصة في مجالات الاقتصاد والتمويل والمحاسبة والأعمال والإدارة.

** المنضمة الكلمة المفتاحية: "صكوك Sukuk" أو "سندات إسلامية" أو "أوراق مالية إسلامية".

Source: Muhamed Zulkhibri, **A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk**, Borsa Istanbul Review 15-4 (2015) 237-248, P 240, Available online at www.sciencedirect.com. And Zeba Shariff Khan, **Review of Literature on Sukuk During 2007 - 2016, A Quantitative Research Approach**, P 05, Available at the link : <https://fr.scribd.com/fullscreen/354480205?secret>

بينما اختلفت الدراسات السابقة في تناولها لموضوع اختبار سلوك العائد والمخاطرة ومحدداتها في سوق الصكوك، من حيث عينة الدراسة والمتغيرات المدروسة والطريقة والنماذج الكمية القياسية المستخدمة؛ وبهدف الانطلاق من أهم النتائج المتوصل إليها في تلك الدراسات، عمدنا إلى إدراج مجموعة من الدراسات السابقة والتي أستمدها من بعضها المحددات الرئيسية لمتغيرات الدراسة الحالية. ووفق ما تم رسمه مسبقاً من تصور لدراستنا هذه فقد تم تصنيف الدراسات السابقة وفقاً للمنظور المستهدف إلى ثلاث مباحث. المبحث الأول يجمع الدراسات التي تناولت موضوع اختبار سلوك العائد والمخاطر الكلية للصكوك ومقارنتها مع السندات التقليدية -وفي حدود اطلاعنا لم نجد دراسات سابقة تناولت الموضوع بمقارنة سوق الصكوك بالأسهم-؛ في حين تناول المبحث الثاني الدراسات التي تناولت الموضوع من حيث دراسة المخاطر المحددة للعوائد، ونظراً لقلتها اعتمدنا أيضاً على الدراسات المتعلقة بالأدوات المالية الأخرى؛ أما المبحث الثالث خصص لعرض الدراسات القياسية المتعلقة بمحددات عوائد الصكوك، وكذا مناقشة الدراسات السابقة من أجل توضيح مساهمة الدراسة الحالية بين الدراسات السابقة.

⁹ نرجع ذلك لقلة قواعد البيانات وعدم تماثلها (اختلافها) في المعطيات واحتكارها من جهات معينة، وكذلك قلة المجلات العلمية المتخصصة التي تجمع بين المالية الإسلامية والجانب القياسي معاً.

1- المبحث الأول: الدراسات القياسية المتعلقة بدراسة سلوك عائد ومخاطرة الصكوك

اعتمد الباحثون في اختبارهم لسلوك العائد والمخاطرة والعلاقة بينهما في سوق الأوراق المالية على نماذج قياسية مختلفة، إلا أن تركيزنا سينصب على الدراسات التي تناولت الموضوع من جانب سوق الصكوك ومقارنته مع نظيرتها التقليدية بشكل أكبر، من أجل تحديد النماذج المستخدمة، منهجية العمل واستخلاص النتائج المتوصل إليها، وفيما يلي عرض لذلك:

1-1- Selim Cakir and Faezeh Raei (2007), Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?¹

تعتبر هذه الدراسة من أولى الأبحاث التطبيقية حول الصكوك منذ ظهور سوقها. وقد حاولت اكتشاف مدى الاختلاف في سلوك الأرباح (تحقيق مكاسب كبيرة) بين الصكوك ونظيرتها السندات التقليدية المصدرة من نفس الجهة والمتداولة في السوق الثانوي نتيجة عملية التنوع باستخدام القيمة المعرضة للمخاطر (VaR)، والاعتماد على نموذجي: محاكاة دالتا الطبيعي (Delta-Normal) ونموذج مونت كارلو (Monte-Carlo)، وقد أجريت الدراسة على أربعة أسواق مالية لدول مختارة وهي (ماليزيا، باكستان، قطر والبحرين)؛ تمثلت بيانات الدراسة في عوائد أسعار (Clean Price)* اليومية والأسبوعية لكل من: إصدار سيادي واحد للصكوك الإسلامية وثلاثة (03) إصدارات سيادية للسندات التقليدية من كل سوق باستثناء بورصة البحرين حيث تم اختيار إصدار سيادي واحد للصكوك وآخر للسندات التقليدية للفترة من تاريخ كل إصدار حتى نهاية جوان 2007م. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أهم ما يلي:

- اختلاف الصكوك عن السندات من حيث سلوك أسعارها؛
- يسمح التنوع بإضافة صكوك إلى محفظة السندات إلى التقليل من القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) مقارنة بقيمة (VaR) لمحفظة مشككة من سندات تقليدية فقط لنفس جهة الإصدار؛
- تعد الصكوك أكثر مخاطر سيولة (الأقل تداولاً في السوق الثانوي) مقارنة بالسندات التقليدية؛
- أظهرت النتائج أن الارتباط بين عوائد الصكوك والسندات ضعيف جداً، وقد يقترب أحياناً من الصفر مقارنة بقوة ارتباط عوائد السندات التقليدية عينة الدراسة المصدرة من جهات سيادية مختلفة؛
- تعد الصكوك أقل عائداً مقارنة بالسندات التقليدية.

¹ Selim Cakir and Faezeh Raei, Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?, IMF Working Paper, WP/07/237. October 1, 2007

* السعر النظيف (Clean Price) هو سعر سند القسيمة أو سند الكوبون (Coupon Bond) دون أن يشمل أي فائدة متجمعة أو متراكمة (Accrued Interest)، السعر النظيف هو التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة، والتي لا تشمل أي فوائد مجمعة في تاريخ الدفع التالي للقسيمة؛ وبعد كل دفعة قسيمة مباشرة، فإن السعر النظيف سوف يساوي السعر غير النظيف (Dirty Price)؛ يُحسب السعر النظيف عن طريق طرح الفائدة المجمعة من السعر غير النظيف، أي السعر النظيف = السعر غير النظيف - الفائدة المجمعة.

1-2- Zhamal K Nanaeva (2010), How risky Sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds¹.

انطلق الباحث من إشكالية الانتقادات الواسعة التي واجهتها الصكوك عقب الأزمة المالية العالمية 2008م. من قبل العلماء والمستثمرين المسلمين وغيرهم. جاء هذا البحث كمحاولة لتحليل المخاطر والمشاكل المرتبطة بالصكوك، ومراجعة قدرتها التنافسية في سوق رأس المال، ومن أجل ذلك قام الباحث بمقارنة الأسعار اليومية والقيمة المعرضة للمخاطر (VaR) للصكوك والسندات التقليدية بهدف تقديم صورة واضحة للمستثمرين في سوق الصكوك؛ تمثلت عينة الدراسة في 15 إصدار صك دولي جلهما من القطاع المالي و15 سنداً ممثلاً بسندات اليورو (Euro Bond) المصدرة في أسواق الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) خلال الفترة (2009-2010م)* لقطاعات مختلفة معظمها من القطاع المالي والمصرفي، حيث تم حساب عوائدها اليومية عن طريق إجراء الفرق بين لوغاريتم أسعار الإغلاق لعينة الدراسة لمدة 10 أيام؛ اعتمد الباحث على الاختبارات الإحصائية الوصفية (المتوسط)، الانحراف المعياري والتباين وطريقة محاكاة مونت كارلو (Monte Carlo simulation). وقد توصل الباحث إلى مجموعة نتائج من أهمها:

- أن متوسط عوائد الصكوك أقل مقارنة بمتوسط عوائد السندات؛
- تعدد الصكوك أعلى مخاطر من السندات، حيث سجلت الصكوك قيمة معرضة للمخاطر (VaR) أعلى مرتين تقريباً من متوسط القيمة المعرضة للمخاطر بالنسبة للسندات.

1-3- Mohamed Ariff and Meysam Safari (2012), Are Sukuk Securities the Same as Conventional Bonds?²

تبحث الدراسة في الإجابة التجريبية عن التساؤل "هل الصكوك مثل السندات التقليدية؟" وذلك من زاويتين، الأولى عما إذا كانت الصكوك والسندات التقليدية تعطي نفس العائد حتى الاستحقاق (YTM) لمستثمريها؛ ومن زاوية أخرى معرفة ما إذا كانت هناك علاقة سببية بين الأداتين، كما تحاول الدراسة أيضاً الكشف عن أثر إصدار الصكوك على المخاطر السوقية للشركة مصدرة الصكوك من خلال معامل بيتا (β). تمثلت بيانات الدراسة في العائد حتى الاستحقاق (YTM) لعينة من الصكوك والسندات لها نفس الجودة الائتمانية، مدة الاستحقاق ومصدرة من نفس جهة الإصدار، متمثلة بالتحديد في الإصدارات الحكومية الماليزية - حكومة ماليزيا، وبنك نيجارا ماليزيا- وإصدارات لجهات شبه سيادية ماليزية - شركة قاماس الماليزية، وخزانة ناسيونال ماليزيا- وجهات مالية ماليزية ذات التصنيف الائتماني (AAA) وإصدارات لشركة ماليزية ذات التصنيف (AAA)، هذه الإصدارات المختلفة كانت لفترات استحقاق مختلفة ما بين (3 أشهر و20 سنة) أخذت للفترة من أوت 2005 إلى جانفي 2011م (مشاهدات شهرية)، باستخدام الاختبارات الإحصائية الوصفية، اختبار (T.Test)، واختبار السببية لـ (Granger Causality). أظهرت النتائج أهم ما يلي:

¹ Zhamal K Nanaeva, How risky Sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds, Dissertation submitted in partial fulfillment of the degree of MSc in Finance and Banking, Faculty of Business, the British university in dubai, May 2010.

* هناك غموض في تحديد فترة الدراسة.

² Mohamed Ariff and Meysam Safari, Are Sukuk Securities the Same as Conventional Bonds?, Afro Eurasian Studies, Vol. 1, Issue 1, Spring 2012, 101-125.

- يوجد اختلاف ذو دلالة إحصائية بين عوائد وأسعار الصكوك مقارنة بعوائد وأسعار السندات، وذات نتائج متباينة من حيث جهات الإصدار ومدة استحقاق إصدارات عينة الدراسة؛
- لا تعد عوائد الصكوك سببا في عوائد السندات -على الرغم من وجود بعض نقاط التشابه بينهما-، تبعا لنتائج اختبار سببية جرانجر (Granger) في الاتجاهين، أي أن التغيرات في جل عوائد الصكوك أو السندات لا تسبب عموماً تغيراً في الآخر - لا يوجد تأثير سببي فيما بينها-، باستثناء بعض إصدارات جهات الإصدار،
- يحدث إصدار صكوك إجارة وطرحها في السوق أثر كبير على سلوك المخاطرة لأسهم الشركة المصدرة، بالرجوع للتغير الكبير في قيمة "بيتا (β)" للشركة قبل وبعد إصدارها للصكوك، والذي أرجعه الباحث أنه دليل على وجود اختلاف بين عوائد الصكوك والسندات.

1-4- Heri Fathurahman and Rachma Fitriati (2013), Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds¹.

هدفت دراسة إلى تحليل نسبة عوائد الصكوك والسندات والمقارنة بينهما، باستخدام العائد حتى الاستحقاق (YTM) ونموذج المحفظة المثلى (نموذج ماركويتز)، حيث تم اختبار التحليل اعتماداً: المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، ومعامل الارتباط وتباين المحفظة، بالإضافة إلى الاختبار الإحصائي (t-test). تمثلت عينة الدراسة في 243 سند (بفائدة عائمة وثابتة) و 31 صك (ما بين إجارة ومضاربة) مدرجة ومتداولة في بورصة اندونيسيا (IDX) ووكالة تسعير السندات الاندونيسية خلال أكتوبر 2011م. توصل الباحثان بعد قيامهما بتشكيل محفظة صكوك من 31 صك و 9 محافظ استثمارية مشكلة بطريقة عشوائية من 31 سند بالإضافة إلى محفظة (محفظة السوق) تضم 242 سند، إلى أهم نتيجة وهي أن الصكوك أعلى عائد وأكبر مستوى مخاطرة من السندات التقليدية.

1-5- Meysam Safari, M. Ariff and Shamsher M (2013), Do Debt Markets Price Sukūk and Conventional Bonds Differently?²

انطلقت هذه الدراسة من التساؤل التالي: "هل تسعير أسواق الدين الصكوك والسندات التقليدية بشكل مختلفة؟" وعلى افتراض أن عوائد الصكوك مساوية لعوائد السندات التقليدية، باعتبار أن المتعاملين في السوق يعاملون الصكوك على أنها أدوات دين لا فرق بينها وبين السندات التقليدية، لأجل ذلك اعتمدت الدراسة على اختبار سببية جرانجر (Granger) لاختبار ذلك، حيث تم اعتماد نفس طريق عمل وبيانات وعينة دراسة (Ariff and Safari, 2012) ولكن لفترة زمنية مختلفة، من أوت 2001 إلى أفريل 2012م. ومن بين النتائج المتوصل إليها:

¹ Heri Fathurahman and Rachma Fitriati, Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds, American Journal of Economics, 3(3): 159-163, 2013.

² Meysam Safari, M. Ariff and Shamsher M, Do Debt Markets Price Sukūk and Conventional Bonds Differently? JKAU: Islamic Econ., Vol. 26 No. 2, pp: 113-149 (2013 A.D./1434 A.H.).

- تعد عوائد الصكوك أعلى بكثير من عوائد السندات، حتى في ظل فرض بعض المحددات مثل مراقبة المصدرين، ونوعية التصنيف الائتماني؛
- لا يوجد تأثير سببي في كلا الاتجاهين بين عوائد الصكوك وعوائد السندات عينة الدراسة تبعا لنتائج اختبار السببية (Granger)؛
- يؤثر إصدار الصكوك في قيمة معامل بيتا (β) للشركة مصدرة الصكوك، أي أن هناك مخاطر للشركة عند إصدارها للصكوك، ويرى الباحث أن هذا يوافق نظرية الهيكل المالي للشركات.

1-6- Fadma EL MOSAID (2014), Performance des portefeuilles d'instruments financiers Sukuk¹.

سعت هذه الدراسة إلى تشخيص الأداء المالي لمحافظ الصكوك ومقارنتها بالسندات التقليدية (على مستوى محلي) من حيث العائد والمخاطرة خلال الفترة (2007-2012م)، بالاعتماد على مؤشرات قياس أداء المحفظة الاستثمارية (شارب Sharpe، ترينور Treynor والفا جونس Alpha Jensen)، وإجراء الاختبارات الإحصائية الوصفية، اختبار (t-test) والارتباط. وقد قامت الباحثة في هذا السياق باختيار السوق المحلية الماليزية، بإنشائها 55 محفظة استثمارية افتراضية استناداً إلى مؤشرات Thomson Reuters BPAM All Bond Index، حيث تراوحت نسبة الصكوك والسندات المشكلة للمحفظة الافتراضية الواحدة ما بين صفر (0) و100%. أظهرت نتائج الدراسة أهم ما يلي:

- تفوق أداء محافظ الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية؛
- أما من جانب العائد، أظهرت النتائج عدم وجود فروق كبيرة ذات دلالة إحصائية بين متوسط عوائد محافظ الصكوك والسندات التقليدية، كما أن هناك ارتباط إيجابي وقوي بينهما؛
- أما من حيث المخاطر، تعد محافظ الصكوك أقل مخاطرة من نظيرتها السندات التقليدية، استناداً لمعامل "بيتا" للمحفظة.

1-7- Pantea Hafezian, Hussin Salamon and Mahendran Shitan (2015), Estimating Value At Risk For Sukuk Market Using Generalized Auto Regressive Conditional Heteroskedasticity Models².

تبحث هذه الدراسة في اختبار خصائص سلوك سلسلة بيانات الصكوك كأداة للسيولة في السوق الثانوية مع تحديد دالة التوزيع الإحصائي الخاصة بها من جهة، ومن جهة أخرى مقارنة أداء نماذج (GARCH) المختلفة لتقدير مخاطر الصكوك في دول مختلفة، لإيجاد نموذج يتفوق عن تقدير القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) في سوق الصكوك؛ تمثلت بيانات الدراسة في أسعار الإغلاق اليومية* لثلاثة

¹ Fadma EL MOSAID, « Performance des portefeuilles d'instruments financiers Sukuk », These Doctorat, Spécialité «Finance », Centre Des Etudes Doctorales Ibn Zohr, AGADIR, Maroc, 2014.

² Pantea Hafezian, Hussin Salamon and Mahendran Shitan, Estimating Value At Risk For Sukuk Market Using Generalized Auto Regressive Conditional Heteroskedasticity Models, The Economics and Finance Letters, 2015, 2(2): 8-23.

* لم يتم تحديد فترة الدراسة

إصدارات صكوك صادرة عن ماليزيا (Petrol Sukuk)، والإمارات (صكوك رأس الخيمة Rak Sukuk) وبنك التنمية الإسلامي بجدة (IDB Sukuk)، من أجل تتبع حركية سلوك العائد والمخاطرة في هاته الأسواق الثلاثة، بالاعتماد على الاختبارات الإحصائية المختلفة مثل اختبار (Jarque Bera)، واختبار (Liung and Box)، واختبار (KAPSS) واختبار (LM)، والاعتماد على نماذج (GARCH) المتناظرة وغير المتناظرة لتقدير القيمة المعرضة للمخاطر داخل وخارج عينة الدراسة، كبديل عن نموذج القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) الذي يعاني من بعض أوجه القصور، خاصة خلال الأزمات المالية وعدم قدرته على التنبؤ في الأفق الزمني البعيد، حيث تم تقدير قيم (VaR) لعينة الدراسة بواسطة حزمة (RUGARH) بالاستعانة ببرنامج R، كما تم مقارنة أداء النماذج من خلال التحليل داخل وخارج العينة. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أهم ما يلي:

- تتميز سلسلة عوائد الصكوك عينة الدراسة بنفس خصائص عوائد السندات التقليدية، وكذا السلاسل الزمنية المالية من حيث التوزيع المتطاوول ((Leptokurtic)، تكس التقلبات (Volatility Clustering)، الارتباط الذاتي للبواقي، وعدم تجانس التباين الشرطي للبواقي (Heteroskedasticity)، والذي يعد دليلاً على إمكانية تطبيق نماذج GARCH لتقدير مخاطر سوق الصكوك؛
- يعد أداء نماذج GARCH أفضل من نموذج VaR في تقدير القيمة المعرضة للمخاطر داخل وخارج عينة الدراسة؛
- على الرغم من القدرة العالية لنماذج GARCH غير متماثلة في التنبؤ، إلا أنه لا يوجد نموذجاً واحداً فريداً (متفوق) للتنبؤ بالقيمة المعرضة للمخاطر لجميع بيانات الدراسة، حيث تظهر نماذج GARCH أداءً متبايناً يختلف باختلاف خصائص سلسلة العوائد من حيث الاستقرار وعدم التماثل.

1-8- Maya Puspa Rahman (2015), An Analysis On The Malaysian Sukuk Spreads¹.

تحاول هذه الدراسة كشف سلوك والعوامل المحددة لعوائد سوق الصكوك من خلال تحليل تقلبات هوامش ائتمان الصكوك، ومدى تأثير الأزمة المالية العالمية 2008م وتقلب سوق الأسهم الماليزي على سوق الصكوك؛ كما تقارن الدراسة بين سلوك والعوامل المؤثرة في هوامش الصكوك مقابل هوامش السندات، من أجل تعزيز فهم هوامش الصكوك بهدف إدارة مخاطرها. تمثلت عينة الدراسة في إصدارات صكوك الشركات الماليزية التي لا يقل تصنيفها الائتماني عن (BBB)، وصكوك الحكومة الماليزية (GII)؛ تم احتساب هوامش الائتمان لعينة الدراسة من خلال الفرق بين العائد حتى الاستحقاق (YTM) لصكوك الشركات وعوائد الصكوك الحكومية الماليزية (GII) للفترة من 2005/08/01 إلى 2011/12/31) أي (1675 مشاهدة يومية)، أما متغيرات الدراسة الأخرى المفسرة فتمثلت في معدل الفائدة ممثلاً ب: عائد أذونات الخزينة الماليزية لثلاثة أشهر، وأسعار إغلاق مؤشر بورصة ماليزيا (FTSE)، ومنحى العائد الممثل في الفرق بين عوائد سندات الحكومة الماليزية الطويلة والقصيرة الأجل. باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعم (GARCH)؛ ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها في الدراسة ما يلي:

- وجود علاقة عكسية بين مخاطر معدل الفائدة وتقلب هوامش الصكوك؛

¹ Maya Puspa Rahman, An Analysis On The Malaysian Sukuk Spreads, dissertation of doctor of philosophy in islamic banking and finance, IIUM Institute Of Islamic Banking And Finance (Iiibf) International Islamic University Malaysia, January 2015.

- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين تقلب عوائد مؤشر الأسهم وتقلب وهوامش ائتمان الصكوك؛
- هناك علاقة سلبية (عكسية) ذات دلالة إحصائية بين تقلب وهوامش الصكوك وميل منحني عائد السندات الحكومية؛
- لم يكن هناك أثر ذو دلالة إحصائية للأزمة المالية العالمية 2008م على تقلب وهوامش أسعار الصكوك؛
- يوجد أثر ARCH و GARCH في سلسلة وهوامش ائتمان الصكوك، وأظهرت النتائج أن معامل (GARCH) أكبر من معامل ARCH، أي أن للإخبار الجديد تأثير أكثر من الأخبار القديمة على سوق الصكوك؛
- هناك تشابه بين العوامل المحددة لهوامش الصكوك والسندات التقليدية، وأنه يتم التعامل مع الأدوات بشكل متشابه من قبل اللاعبين في السوق.

1-9- Syazwani Abd Rahim & Nursilah Ahmad (2016), Measuring Volatility Of Dow Jones Sukuk Total Return Index Using Garch Model¹.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أداء مؤشر داوجونز للصكوك قبل، أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية 2008م، والعلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة من خلال قياس سلوك التقلبات كبديل عن المخاطر خلال فترة الدراسة، تمثلت بيانات الدراسة في أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2005/09/30-2015/05/12)، أي حوالي (2490 مشاهدة يومية) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم (GARCH) والذي يسمح بالتنبؤ بتقلبات السلسلة الزمنية المالية. أظهرت النتائج وجود أثر ARCH في سلسلة عوائد مؤشر الدراسة، مما جعل تطبيق نموذج (1.1) GARCH مبرراً، والذي أظهر قدر عالي في التقاط ديناميكية (حركية) السلسلة الزمنية المالية لاسيما فيما تعلق بتكدس (تجمع) التقلبات (Volatility Clustering)، وقد أظهرت النتائج ما يلي:

- يمتاز سوق الصكوك بالتقلب، ومحفوف بالمخاطر بالنسبة للمستثمرين فيه، خاصة أثناء الأزمة المالية 2008م، ولكنه بالمقابل قادر على تعويضهم بعائد أعلى (علاوة مخاطرة)؛
- يعد الاستثمار في الصكوك أثناء الأزمة المالية 2008م، أعلى مخاطرة وتقلب مقارنة بالفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية 2008م؛
- كان مجموع معاملي (ARCH) و (GARCH) أقل بكثير من الواحد الصحيح، ما يدل على عدم استمرار الصدمات في سلسلة عوائد مؤشر داوجونز للصكوك خلال فترة الدراسة.

¹ Syazwani Abd Rahim & Nursilah Ahmad, MEASURING VOLATILITY OF DOW JONES SUKUK TOTAL RETURN INDEX USING GARCH MODEL, Journal of Business Innovation, Volume 1, 2016: 73-88.

1-10- Ahmad Rodoni and Aris Setiawan (2016), Risk And Return: Bonds And Sukuk In Indonesia¹.

تهدف هذه الدراسة إلى مقارنة درجة المخاطرة ومعدل العائد بين الصكوك والسندات المدرجة في سوق اندونيسيا للأوراق المالية؛ تمثلت عينة الدراسة في سندات وصكوك الشركات الأندونيسية الصادرة خلال الفترة (2009-2013)، باستخدام تقنية اختيار العينة العمدية (المهادفة). حيث تم إجراء اختبار الفرضيات والإحصائيات على كل من: العائد حتى الاستحقاق (YTM)، والأمد (DURATION)، واحتماب القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) لعينة الدراسة ضمن ثلاثة مراحل؛ في المرحلة الأولى تم تشكيل عينتين، الأولى مكونة 288 سند، والأخرى من 18 صك، بالاعتماد على المقاييس والاختبارات الإحصائية المتمثلة في المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الاختبار المعلمي للعينتين المستقلتين (Independent Samples -T-Test) والاختبار اللامعلمي مان وتني (Mann Whitney)، ونفس الاختبارات تم إجراؤها في المرحلة الثانية على عينة مشكلة من 16 مجموعة كل مجموعة مشكلة من صك وسند من عينة الدراسة، أما في المرحلة الأخيرة تمثلت عينة الدراسة في 16 مجموعة كل مجموعة مكونة من أكثر سند وصك باستخدام الاختبار المعلمي (ANOVA) والاختبار اللامعلمي كروسكال ولاس (Kruskal wallis-test). وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أهم ما يلي:

- لا يوجد اختلاف كبير ذو دلالة إحصائية في العائد حتى الاستحقاق (YTM) والأمد (Duration) بين السندات ذات أعلى قيمة نسبيا والصكوك؛
- هناك اختلاف ذو دلالة إحصائية بين الصكوك والسندات من حيث القيمة المعرضة للمخاطرة (VaR)، وأن السندات أعلى مخاطرة من الصكوك، إلا أن المقارنة تعتبر غير عادلة فعدد السندات يفوق بكثير عدد الصكوك؛
- بينما تعد الصكوك ذات مخاطر كلية أعلى مقارنة مع السندات التقليدية، بالرجوع إلى قيمة تشتت العائد حتى الاستحقاق حول وسطه الحسابي والمعبر عنه بالانحراف المعياري (STD.Dev.YTM).

1-11- SHALHOOB, H.S. (2016), A comparative analysis of risk-return characteristics between Sukuk (Islamic bonds) and conventional bonds².

ركزت هذه الدراسة على تحليل نقاط الاختلاف والاتفاق بين الصكوك والسندات التقليدية من حيث خصائص العائد والمخاطرة، انطلاقاً من التساؤل الرئيسي التالي: "هل الصكوك أقل مخاطر من السندات التقليدية؟ للإجابة عن هذا التساؤل، أخذت عينة تمثلت في أسعار إغلاق (59) صك و (73) سند للفترة من تاريخ إصدارها حتى أوت 2013م المصدرة والمتداولة في تسعة (09) أسواق أوراق مالية لدول مختارة وهي (ماليزيا، المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، وقطر وباكستان وتركيا والكويت)، باستخدام القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) والأساليب الإحصائية من أهمها: اختبار (T-test)، التباين والانحدار الخطي لتحليل سلسلة عوائد الصكوك والسندات. ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها ما يلي:

¹ Ahmad Rodoni and Aris Setiawan, RISK AND RETURN: BONDS AND SUKUK IN INDONESIA, UIN Syarif Hidayatullah Jakarta, Jl. Ir H Juanda No 95, Ciputat, South, Tangerang, Banten, Indonesia, Volume 8 (2), July 2016.

² SHALHOOB, H.S. A comparative analysis of risk-return characteristics between Sukuk (Islamic bonds) and conventional bonds, Robert Gordon University, PhD thesis, London, 2016. Held on OpenAIR [online], Available from: <https://openair.rgu.ac.uk> .

- تعدد محفظة الصكوك أعلى مخاطرة من محفظة السندات التقليدية تبعاً لنتائج قيم (VaR)، باستثناء المحافظ التي تضم إصدارات صكوك سعودية وقطرية وبحرينية، أين كانت فيها محافظ الصكوك أقل مخاطرة من محافظ السندات التقليدية؛
- كما أظهرت النتائج أن المحفظة المثلى المرجحة بأوزان الصكوك أعلى مخاطرة من نظيرتها التقليدية؛
- وأظهرت نتائج قيم (VaR) في حالة تشكيل محافظ مختلطة (تضم صكوك وسندات)، أن إدراج صكوك ضمن محفظة سندات تقليدية يقلل من مخاطر المحفظة ويزيد من عوائدها.

ويلخص الجدول رقم (3-4) الدراسات القياسية المذكورة أعلاه، من حيث العينة والبيانات المستخدمة، الفترة الزمنية المعتمدة، المكان والنموذج المعتمد.

الجدول رقم (3-2): ملخص الدراسات القياسية المتعلقة بسلوك العائد والمخاطرة

النموذج المستخدم	بيانات الدراسة	المكان	العينة	الفترة	الدراسة
VaR	عوائد الأسعار (Clean Price) اليومية والأسبوعية	ماليزيا، باكستان، قطر والبحرين	صكوك وسندات سيادية	من تاريخ الإصدار حتى جوان 2007م	Cakir and Raei (2007)
VaR	أسعار الإغلاق اليومية	MENA	صكوك دولية وسندات اليورو	2010-2009م	Nanaeva (2010)
Granger Causality	العائد حتى الاستحقاق الشهري	ماليزيا	صكوك وسندات (سيادية، شبه سيادية، مالية، شركات)	2011-2005م	Ariff and Safari (2012)
نموذج المحفظة المثلى (نموذج ماركويتز)	العائد حتى الاستحقاق اليومي	اندونيسيا	صكوك وسندات المدرجة في بورصة اندونيسيا	أكتوبر 2011م	Fathurahman and Fitriati (2013)
Granger Causality	العائد حتى الاستحقاق الشهري	ماليزيا	صكوك وسندات (سيادية، شبه سيادية، مالية، شركات)	2012-2001م	Safari et al (2013)
Treynor, Sharpe, Alpha Jensen	أسعار الإغلاق اليومية	ماليزيا	الصكوك والسندات المدرجة في مؤشر Thomson Reuters BPAM All Bond Index	2012-2007م	El Mosaid (2014)

GARCH vs VaR	أسعار الإغلاق اليومية	ماليزيا، الإمارات، بنك التنمية الإسلامي بجدة	Petrol, IDB, Rak Sukuk	-	Hafezian el al (2015)
GARCH	هامش الائتمان اليومي	ماليزيا	صكوك الشركات والصكوك الحكومية	2011-2005م	Rahman (2015)
GARCH	أسعار الإغلاق اليومية	مؤشر داوجونز للصكوك المقومة بالدولار الأمريكي	إصدارات الصكوك الدولية	2015-2005م	Rahim & Ahmad (2016)
VaR	العائد حتى الاستحقاق، والأمد	اندونيسيا	الصكوك والسندات المدرجة في بورصة اندونيسيا	2013-2009م	Rodoni and Setiawan (2016)
VaR	أسعار الإغلاق اليومية	ماليزيا، السعودية، الإمارات، البحرين، قطر، باكستان، تركيا والكويت	الصكوك والسندات المتداولة في الأسواق المالية	من تاريخ الإصدار حتى أوت 2013م	Shalhoob (2016)
نسبة العائد السنوي، الانحراف المعياري ومعامل الارتباط	أسعار المؤشر	دولية، والولايات الأمريكية المتحدة	مؤشر كل من: الصكوك دولية، أسهم، وسندات الشركات الأمريكية	2020-2010م	S&P Dow Jones Indices (2020)

المصدر: اعداد الباحثة، اعتمادا على الدراسات السابقة.

من خلال تتبع الدراسات السابقة الواردة في الجدول أعلاه، نجد اقتصار جلها على مؤشرات محلية وإصدارات محددة؛ واعتمادها على النماذج المالية، الاحصائية والقياسية الخطية في اختبار سلوك العائد و/ أو مخاطر الصكوك ومقارنتها بنظيرتها التقليدية، رغم عدم خطية السلاسل المالية والاقتصادية، كما نلاحظ أيضا غياب مقارنة سوق الصكوك بسوق الأسهم.

2- المبحث الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالمخاطر المحددة للعائد

سنحاول من خلال ما سيأتي طرح الدراسات التي تناولت موضوع محددات عوائد الصكوك من حيث المخاطر التي تتعرض لها، ونظرا لقلة الدراسات حول ذلك -وفي حدود اطلاعنا-، ارتأينا طرحها تبعا لكل مخطر على حدة، من خلال الاستعانة بالدراسات المتعلقة بالموضوع من جانب سوق الصكوك، وأيضا الأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات، مع التركيز على الدراسات التطبيقية واللجوء إلى الدراسات النظرية في حالة قلة الدراسات الكمية، وفيما يلي عرض لذلك:

1-2- الدراسات السابقة حول علاقة مخاطر معدل الفائدة بالعائد

على الرغم من أن العلاقة بين أسعار الفائدة وسوق الأوراق المالية غير مباشر إلى حد ما، إلا أن الاثنان يميلان إلى التحرك في اتجاهين متعاكسين (قاعدة عامة)، حيث أظهرت العديد من الدراسات التجريبية أن هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة وعوائد أسعار الأوراق المالية بما فيها الصكوك.

فقد توصلت دراسة (Rahman, 2015)¹ إلى وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة على أذونات الخزانة الماليزية لثلاثة أشهر والعائد حتى الاستحقاق (YTM) لكل من الصكوك الحكومية (GII) وصكوك الشركات الماليزية خلال الفترة من (2005/08/01 إلى 2011/12/31)، وتتفق في ذلك مع السندات الحكومية الماليزية؛ وبحسب ما ورد في كتاب (Al-Amine, 2012)² فإن الزيادة في سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض عوائد الصكوك الثابتة، سواء كانت صكوك إجارة، أما استصناع أو سلم؛ وفي نفس السياق أشارت دراسة (Haral, 2010)³، أنه عند انخفاض أسعار الفائدة سيؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار الصكوك؛ وأوضحت أيضا دراسة (Mehmood, 2010)⁴ أن الصكوك القائمة على الأصول هي الصكوك الأكثر عرضة لمخاطر أسعار الفائدة فهي تتشابه في ذلك مع السندات التقليدية؛ بينما بينت دراسة كل من (Razaq, 2010)⁵، و(Cheema, 2010)⁶ و(Hashmi, 2010)⁷ أن الصكوك المدعومة بالأصول لا تتأثر بمخاطر أسعار الفائدة، نظراً لأن عوائدها ناتجة عن أداء أصول حقيقية، غير أن الصكوك القائمة على الأصول أكثر عرضة لمخاطر أسعار الفائدة.

بينما توصلت دراسة (Lebbe, 2015)⁸ إلى وجود علاقة إيجابية بين مخاطر معدل الفائدة ممثلة بمؤشر معدل الفائدة (Libor) على الودائع الأمريكية لثلاثة أشهر وعوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك للفترة (2005-2013م)، وقد أرجع الباحث هذه النتيجة إلى حقيقة أن مصدري الصكوك يعتبرون معدل الفائدة لبيور كمييار يساعدهم في جعل عوائد الصكوك ذات مستوى أعلى.

2-2- الدراسات السابقة حول علاقة مخاطر معدل الصرف بالعائد:

تبعاً لدراسة (Solnik and Noetzelin, 1982)⁹ التي بحثت في تأثير تقلبات سعر الصرف الدولار الأمريكي على عوائد المستثمرين في سوق السندات غير المقومة بالدولار الأمريكي، والتأكد ما إذا كانت مخاطر سعر الصرف التي يواجهها هؤلاء هي نفسها التي يواجهها المستثمر الأمريكي، وقد تمثلت عينة الدراسة في ستة محافظ استثمارية مختارة من خمسة أسواق رأس مال عالمية (الولايات الأمريكية المتحدة، ألمانيا، المملكة المتحدة، اليابان وسويسرا). ومن أهم النتائج المتوصل إليها في الدراسة:

¹ راجع ص ص 155-156

² Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine, **Global Sukuk and Islamic Securitization Market : Financial Engineering and Product Innovation**, Publisher Brill, Leiden, Netherlands, Netherlands, 25 Nov 2011.

³ Haral, Tanweer Ahmad, Regional Head North, Senior Vice President, Arif Habib Investments Ltd. Pakistan. 23April, 2010. See also: Khan, **Op-Cit**. And Lebbe, **Op-Cit**.

⁴ Zahid.Mehmood, (2010). Chief Executive, Accounts House 'Chartered Certified Accountants and 'Tops London Limited, England. 27 April 2010. And See also: Khan, **Op-Cit** and Lebbe, **Op-Cit**

⁵ Razaq, A, **Finance Manager**. Sultan Group Health care member of Sultana Group Investment, Dubai. http://umu.divaportal.org/smash/get/diva2,415709,10_March_2010. And See also: Junaid Haider and Muhammad Azhar, **Islamic Capital Market "Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario"**, Umea School of Business & Economics, Umea University, Sweden, Available at the link : <http://umu.diva-portal.org/smash/get/diva2:415709/FULLTEXT01>.

⁶ Cheema, Awas Muhammad, **Research Analyst in Islamic banking and finance**, University of Bedfordshire, England, 2010. And See also: Haider & Azhar, **Op-Cit**.

⁷ Nasir Hashmi, **Financer controller**, Pregna Group Dubai, April 2010. And See also: Haider & Azhar, **Op-Cit**

⁸ Ahamed Abdul Rauf Lebbe, **RELATIONSHIP BETWEEN RISK AND RETURN IN SUKUK MARKET**, Thesis Doctor of Philosophy, School of Business, University Utara Malaysia, April 2015

⁹ Solnik, B., & Noetzelin, B. **Optimal international asset allocation**. Journal of Portfolio Management, 9, 11-21, 1982.

- توجد علاقة إيجابية بين السندات المقومة بالدولار الأمريكي والتغير في أسعار الدولار الأمريكي، حيث أدى التغير في معدل صرف الدولار إلى إضافة متوسط عائد يقدر بـ 15% على الاستثمارات المقومة بالدولار الأمريكي خلال الفترة (1970-1980م)؛

- تنخفض مخاطر معدل الصرف بانخفاض الارتباط بين الأسواق، والذي يؤدي إلى تحقيق عوائد إيجابية والعكس صحيح في حالة وجود ارتباط قوي بين الأسواق؛

- يرتبط تأثير مخاطر العملة على عائد الاستثمار في السندات أيضا بمخاطر العملة الأساسية المشككة لمحفظة السندات.

وفي نفس السياق حاولت دراسة (Mueller et al, 2014)¹ البحث عن أثر علاقة مخاطر العملة الدولية بعوائدها، باستخدام البيانات المقطعية حول سعر الصرف الفوري للعملة الدولية وعوائدها، من أجل بناء مصفوفة ارتباط. وقد توصلت الدراسة أن هناك علاقة بين مخاطر العملات الدولية والعائد، حيث أدت مخاطر تقلب العملة الدولية إلى تحقيق عوائد إضافية بلغت نسبة 4% بين عامي 1999 و2011م.

أما بخصوص أثر مخاطر سعر الصرف على عوائد الصكوك، وحسب ما جاء في دراسة (Harl, 2010)²، أن المستثمر الأمريكي في صكوك صادرة عن الحكومة الباكستانية أو الإمارات العربية المتحدة، يتعرض لمخاطر تقلبات سعر صرف الروبية الباكستانية أو الدرهم الإماراتي عند تحويل عوائده إلى عملته المحلية (الدولار الأمريكي)، وفي نفس الاتجاه أشار (Mehmood, 2010)³ أن المستثمر في صكوك بالعملة الأجنبية يواجه مخاطر العملة.

في حين توصلت الدراسة التجريبية لـ (Lebbe, 2015)⁴ أن هناك علاقة تأثير عكسية بين مخاطر معدل الصرف ممثلة بمؤشر سعر الصرف الدولار (DXY) وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2005-2013م).

3-2- الدراسات السابقة حول علاقة مخاطر معدل التضخم بالعائد

حاولت دراسة (Naifar and Mesddi, 2016)⁵ تحديد العوامل المؤثرة في هوامش أرباح الصكوك، من خلال دراسة تجريبية لمدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد الصكوك؛ وقد تمثلت عينة الدراسة في مخاطر معدل التضخم المعبر عنها بمؤشر أسعار السلع الاستهلاكية في دولة الإمارات كمتغير مفسر، و العائد حتى الاستحقاق (YTM) الشهري لمؤشر مرجح بالتساوي لـ 11 صك إجارة مصدر في الإمارات - كمتغير تابع- للفترة من أكتوبر 2009 حتى جويلية 2011م، باستخدام الانحدار الخطي المتعدد؛ من بين النتائج المتوصل إليها، أنه لم تكن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين معدل التضخم والعائد حتى الاستحقاق للصكوك الإجارة خلال فترة الدراسة، أي أن مخاطر معدل التضخم ليست لها تأثير على هوامش أرباح الصكوك خلال فترة الدراسة.

¹ Philippe Mueller, Andreas Stathopoulos and Andrea Vedolin, **International Correlation Risk**, systemic risk centre the london school of economics and political science houghton street london, SRC Discussion Paper No 26, December 2014.

² Haral, **Op-Cit**.

³ Mehmood, **Op-Cit**.

⁴ Lebbe, **Op-Cit**.

⁵ Nader Naifar and Slim Mseddi, **Sukuk spreads determinants and pricing model methodology**, Afro-Asian J. Finance and Accounting, Vol. 3, No. 3, 2013: 242-257.

بينما توصلت دراسة (Lebbe, 2015)¹ أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر معدل التضخم ممثلاً بمؤشر أسعار السلع الاستهلاكية في الولايات المتحدة الأمريكية وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2005-2013م). وأشارت دراسة (Halton, 2019)² أنه في حالة مستثمر يملك محفظة استثمارية مكونة من سندات تبلغ قيمتها مليون دولار، ذات كوبون (قسيمة) يبلغ 10% والذي يمثل العائد السنوي للمستثمر على محفظة السندات، بينما بلغ معدل التضخم 3%، فإن كل 1000 دولار تنتجها محفظة السندات ستكون قيمتها الحقيقية 970 دولار في العام المقبل، وحوالي 940 دولار في العام التالي، بسبب التضخم والذي يعني أن مدفوعات الفائدة لديها قوة شرائية أقل بشكل تدريجي مع مرور الوقت، وأن قيمة رأس المال المستثمر في تاريخ الاستحقاق - أي بعد عدة سنوات-، ستكون أقل بكثير من قيمتها في تاريخ شراء المستثمر للسندات، كما أشارت الدراسة أن الأوراق المالية ذات العائد المتغير أقل تعرضاً لمخاطر التضخم، فهي توفر بعض الحماية لأن تدفقاتها النقدية تستند على السعر الأساسي والذي يتأثر بشكل مباشر أو غير مباشر بمعدلات التضخم، لذلك اعتبر الباحث أن أدوات الدخل الثابت أكثر عرضة لمخاطر التضخم. كما خلصت دراسة (Fama and Franch, 1989)³ أن عوائد السندات ذات الدرجة الائتمانية المنخفضة أكثر عرضة للظروف الاقتصادية كالتضخم من عوائد السندات ذات الجودة الائتمانية العالية.

2-4- الدراسات السابقة حول علاقة مخاطر أسعار السلع الأساسية بالعائد

هدفت دراسة (Naifar, 2018)⁴ البحث عن أثر تقلب أسعار السلع الخام (من طاقة، معادن صناعية وقيمة وغيرها) ممثلة بمؤشر ستاندار آندبورز للسلع الأساسية (S&PGSCI) على حركية (سلوك) عوائد أسعار الصكوك؛ تمثلت عينة الدراسة في إصدارات صكوك دول مجلس التعاون الخليجي (السعودية، الإمارات، البحرين، قطر) التي تتمتع بسبولة وتداول يومي وبشكل منتظم للفترة من 23 نوفمبر 2010 إلى 28 أوت 2015م، باستخدام الارتباط الشرطي الديناميكي وفقاً لنموذج (DCC-GARCH) لأنجل (2002)، ومن بين أهم ما توصلت النتائج المتوصل إليها: - وجود علاقة سلبية متغيرة مع مرور الزمن بين عوائد أسعار الصكوك الخليجية والتغير في أسعار السلع الأساسية؛ وأضحت الدراسة إن الارتباط المشروط السلبي بين أصول المحفظة يشير إلى ارتفاع نسب الأرباح إلى المخاطر، وأن فهم التقلبات والحركة المشتركة الديناميكية بين الأسواق المالية وأسواق السلع، أمر مهم لبناء محفظة مثلى وممارسة إدارة مخاطر فعالة. في نفس الإطار ركزت دراسة (Metadjar, Boulila, 2018)⁵ على اختبار العلاقة السببية بين سوق الصكوك وسوق النفط والمعادن الثمينة (الذهب والفضة) في آسيا والمحيط الهادي للفترة 2009/04/01 إلى 2016/04/01م؛ تمثلت بيانات الدراسة في أسعار مؤشر أسعار الصكوك (TRDDJPI) كمتغير تابع، وكل من: مؤشر أسعار خام برنت، مؤشر أسعار الذهب، ومؤشر أسعار الفضة كمتغيرات مفسرة، حيث تم حساب العوائد في الزمن المستمر، والمتمثلة في فروقات لوغاريتم أسعار مؤشرات الدراسة؛ كشف نتائج الدراسة بالاعتماد على اختبار سببية جرانجر (Granger) إلى وجود علاقة سببية إيجابية بين عوائد أسعار الصكوك ومتغيرات سوق

¹ Lebbe, Op-Cit.

² Clay Halton, **Inflationary Risk**, <https://www.investopedia.com/terms/i/inflationrisk.asp>, Updated Jul 23, 2019

³ Eugene F. FAMA, Kenneth R. FRENCH, **Business conditions and expected returns on stocks and bonds**, Journal of Financial Economics, 1989, 25 (1), 23-49.

⁴ Nader Naifar, **Exploring the Dynamic Links between GCC Sukuk and Commodity Market Volatility**, Int. J. Financial Stud. 2018, 6, 72.

⁵ Widad Metadjar, Hadjer Boulila, **Causal Relationship Between Islamic Bonds, Oil Price and Precious Metals: Evidence From Asia Pacific**; Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics) Volume 10 (2), July 2018, Page 285 – 298.

السلع الأساسية (النفط، الذهب والفضة)، وتوصلت الباحثتان أنه لا يمكن دعم فكرة أن الأسواق المالية الإسلامية توفر مزايا التنوع، وملاذا آمناً خلال أزمات النفط.

وفي دراسة لـ (Mensi et al 2017)¹ حول آثار مخاطر تقلب أسعار النفط الخام والذهب على مؤشر داوجونز للأسواق المالية الإسلامية العالمي، وكذا مؤشرات قطاعات الأسهم الأخرى المرتبطة بمؤشر داوجونز للأسواق المالية الإسلامية؛ فقد تم التوصل أن هناك علاقة ارتباط ديناميكية بين أسعار النفط الخام والذهب وجميع المؤشرات الإسلامية، وأن أسواق كل من: النفط، الذهب، قطاعات الأسهم الإسلامية الأخرى، التكنولوجيا والطاقة هي مستقبلة للآثار الجانبية لمخاطر تقلبات باقي الأسواق الأخرى، في حين مؤشر داوجونز للأسواق المالية الإسلامية العالمي، وسوق السلع الاستهلاكية هي مساهمة في الآثار الجانبية للمخاطر تقلبات باقي الأسواق الأخرى.

بينما بحثت دراسة (Shahrazad el al, 2018)² حول اختبار مدى تبعية خمسة مؤشرات أسهم إسلامية عالمية (مؤشر داوجونز للأسواق المالية الإسلامية العالمي، ومؤشر الأسهم الإسلامية لكل من: الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة واليابان، ومؤشر قطاع المالية الإسلامية) بأسعار النفط الخام باستخدام نماذج الروابط المتغيرة مع الزمن (Time Varying Copulas) والمتمثلة في (VARs, COV RS and DCOVARs)؛ وقد تم التوصل أن هناك تبعية (ارتباط) منخفضة متغيرة مع الزمن بين أسواق النفط وأسواق الأسهم الإسلامية، وأن هناك عدم تماثل لآثار مخاطر الهبوط والصعود من أسواق النفط إلى أسواق الأسهم الإسلامية والعكس صحيح.

وجاءت دراسة لـ (Nagayev, 2016)³ حول اختبار الروابط الديناميكية بين مؤشرات السلع الأساسية (الخام) ومؤشر داوجونز لأسهم الأسواق المالية الإسلامية العالمي؛ تم التوصل أن هناك ارتباط بين أسواق السلع الخام والأسهم الإسلامية يمتاز بالتقلب العالي ومتغير مع مرور الزمن طوال فترة الدراسة (من جانفي 1999 إلى أبريل 2015م)، كما تم التوصل أيضاً أن الذهب والغاز الطبيعي هما أفضل تنويع لمحفظة الأسهم الإسلامية من النفط.

2-5- الدراسات السابقة حول علاقة مخاطر الائتمان بالعائد

تفترض النظرية المالية التقليدية، وعلى وجه التحديد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP) لـ (Sharp, 1964)، أن الاستثمارات عالية المخاطر عادة ما تولد عوائد أعلى، لكن هذه العلاقة التبادلية تجريبياً لا تنطبق على العلاقة بين العائد ومخاطر الائتمان، والمعروفة في أوساط الباحثين، الأكاديميين والماليين بـ: لغز (عائد/ مخاطر الائتمان -Credit Risk/Return Puzzle-)، والذي يشير أن هناك علاقة سلبية بين العائد ومخاطر الائتمان، أي أن الشركات ذات المخاطر الائتمانية المنخفضة تحقق عوائد أعلى من الشركات ذات المخاطر الائتمانية العالية، وكأن المستثمرين يدفعون علاوة على تحمل مخاطر الائتمان؛ هناك العديد من الدراسات التطبيقية حاولت

¹ Mensi, Walid, Shawkat Hammoudeh, Idries M.W. Al-Jarrah, Ahmet Sensoy, and Sang Hoon Kang. **Dynamic risk spillovers between gold, oil prices and conventional, sustainability and Islamic equity aggregates and sectors with portfolio implications**. . Energy Economics, Volume 67, September 2017, Pages 454-475

² Shahzad, S. J. H., Mensi, W., Hammoudeh, S., Rehman, M. U., & Al-Yahyaee, K. H, **Extreme dependence and risk spillovers between oil and Islamic stock markets**. *Emerging Markets Review*, 2017 <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.10.003>

³ Ruslan Nagayev, Disli, Mustafa, Inghelbrecht, Koen and Ng, Adam, **On the Dynamic Links Between Commodities and Islamic Equity**. *Energy Economics*. Vol. 58: 125- 140. 2016, doi: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.06.011>

حل وتفسير هذا اللغز في سوق الأوراق المالية التقليدية، لكن هناك شبه انعدام لهذا النوع من الدراسات في سوق الصكوك، لذلك سيتم التركيز في الدراسات السابقة حول علاقة العائد بمخاطر الائتمان من وجهة نظر سوق الأسهم، من بين هذه الدراسات نجد:

حاولت دراسة (Avramova et al, 2009)¹، التأكد تجريبياً من لغز علاقة العائد بمخاطر الائتمان، وهل أن الشركات ذات الجودة الائتمانية العالية تحقق عوائد أعلى من الشركات ذات تصنيف الائتماني المنخفض؟ لتفسير هذا اللغز المحير من وجهة نظر الباحث، تم أخذ العوائد الشهرية لجميع الشركات المدرجة في الأسواق المالية الأمريكية (NASDAQ, AMEX, NYSE) والمصنفة ائتماني من قبل وكالة ستاندارد آند بورز، للفترة من أكتوبر 1985 إلى ديسمبر 2007م، حيث بلغ إجمالي عدد الشركات المصنفة في عينة الدراسة 4953 شركة مع متوسط شهري بلغ 1931 شركة، اعتمدت الدراسة في التحليل على عدة نماذج مالية من أهم، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Sharp, 1964)، ونموذج ثلاثي العوامل لـ (Fama And French, 1993)؛ توصلت الدراسة لعدة نتائج من أهمها:

- توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية واقتصادية بين مخاطر الائتمان وعوائد أسهم الشركات عينة الدراسة؛
- حققت أسهم الشركات ذات المخاطر الائتمانية المنخفضة عائد شهري إضافي بلغ 1.09%، أعلى مقارنة بعوائد أسهم الشركات عالية المخاطر الائتمانية، خاصة خلال فترات الضائقة المالية، إذ تعاني الشركات ذات التصنيف المنخفض من تدهور كبير في أسعارها وأصولها.
- لا يوجد فرق كبير في عوائد أسهم الشركات ذات التصنيف الائتماني المرتفع والمنخفض خلال فترات الاستقرار أو تحسن شروط الائتمان،

وعليه توصل الباحث أن عوائد أسعار السندات ذات التصنيف الائتماني المنخفض هو الذي يؤدي بالعلاقة السلبية بين مخاطر الائتمان وعوائد أسعار أسهم الشركات المصدرة لهذه السندات، بينما هذه التأثير لا يكون ذو دلالة إحصائية واقتصادية خلال فترات الاستقرار المالي وتحسن شروط الائتمان.

وفي نفس السياق هدفت دراسة (Bheenic and Brooks, 2015)² إلى تقييم العلاقة المثيرة للجدل بين مخاطر الائتمان والعائد على الأسهم شركات ذات الدرجة الاستثمارية مقابل أسهم الشركات ذات الدرجة المضاربة، لذلك أخذت عينة من شركات استرالية وأخرى يابانية مصنفة من قبل وكالة ستاندارد آند بورز للفترة من جانفي 1990 حتى جوان 2012م. تشير نتائج الدراسة أن لغز العلاقة بين العائد ومخاطر الائتمان موجود في كل من السوق المالية اليابانية والاسترالية، أي أن هناك علاقة عكسية بين مخاطر الائتمان وعوائد أسهم الشركات عينة الدراسة، حيث فسّر الباحثان أن التشوهات (الشذوذ) في علاقة مخاطر الائتمان بالعائد كان نتيجة إعلانات خفض التصنيف الائتماني للشركات في السوق المالي، لذلك توصل الباحثان أن إعلانات خفض التصنيف الائتماني للشركات له تأثير كبير على عوائد الشركات (Cross Section of Returns).

¹ Doron Avramova, Tarun Chordiab, Gergana Jostovac and Alexander Philipov, **Credit ratings and the cross-section of stock returns**, Journal of Financial Markets 12 (2009) 469-499.

² Bissoondoyal-Bheenic, E., & Brooks, R. D, **The credit risk-return puzzle: Impact of credit rating announcements in Australia and Japan**, Pacific Basin Finance Journal, 2015, 35, 37 - 55. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.09.001>.

كما تم إثبات العلاقة العكسية بين المخاطر الائتمانية و العائد أيضا في دراسة (Singagerda et al,2017)¹ التي حاولت اختبار وجود لغز (مخاطر الائتمان /العائد) في الأسواق الناشئة والمتقدمة، والتأكد من وجود تشوهات في علاقة العائد بمخاطر الائتمان في هذه الأسواق، كما هو الحال في الأسواق الأمريكية؛ تمثلت عينة الدراسة في أسهم الشركات اليابانية والسنغافورية باعتبارها تنتمي إلى الأسواق المالية المتقدمة، وكذا أسهم الشركات الصينية والإندونيسية باعتبارها تنشط في أسواق ناشئة، حيث تم التركيز في عينة الدراسة على الشركات المصنفة من قبل وكالة موديز (Moody's) لتمثيل مخاطر الائتمان، وباستخدام نموذج (Hausman Taylor Estimation) من أجل تقييم مدى وجود تشوهات في علاقة العائد بمخاطر الائتمان في كلا السوقين، إذ ضمت بيانات الدراسة عوائد الأسهم الشهرية الفردية للشركات لعينة الدراسة خلال الفترة من جانفي 2001 إلى ديسمبر 2015م. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود لغز (مخاطر الائتمان بالعائد) في كل من الأسواق المتقدمة والنامية للشركات ذات التصنيفات الائتمانية طويلة الأجل، أي وجود علاقة عكسية بين مخاطر الائتمان وعوائد الأسهم.

وبالرجوع إلى سوق الصكوك، نجد -في حدود اطلاعا- عددا محدودا من الدراسات التطبيقية حول اختبار العلاقة المباشرة بين عوائد الصكوك ومخاطر الائتمان، وفي هذا الإطار أثبتت دراسة (Lebbe, 2015)² إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الائتمان ممثلة بمؤشر داوجونز للصكوك ذات أدنى تصنيف في الدرجة الاستثمارية وعوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2005-2013م).

2-6- الدراسات السابقة حول علاقة مخاطر السيولة بالعائد

حاولت دراسة (Jong and Driessen, 2006)³ البحث في دور مخاطر السيولة في تسعير سندات الشركات، والتحقق عما إذا كانت مخاطر السيولة محدد للعوائد المتوقعة للسندات للشركات، من خلال نمذجة سيولة السوق كعامل مخاطرة، وتسعير تعرض عوائد سندات الشركات لصددمات السيولة، بإدراج نوعين من التعرض للسيولة، أحدهما يتعلق بسيولة سوق الأسهم، والآخر بسيولة سوق سندات الخزنة، حيث تمثلت عينة الدراسة في مؤشرات ليمن (Lehmen) للسندات الشركات المقومة بالدولار الأمريكي ذات الدرجة الاستثمارية وغير الاستثمارية التي تتراوح فترات استحقاقها بين 5 و22 سنة؛ ضمت بيانات الدراسة متوسط العائد حتى الاستحقاق (YTM) الشهري لكل من سندات الشركات وسندات الخزينة الأمريكية، والعائد المرجح بالقيمة على جميع أسهم الأسواق المالية الأمريكية (NASDAQ, AMEX, NYSE) المتاح على الموقع الإلكتروني (Kenneth French) للفترة الممتدة من جانفي 1993 إلى فيفري 2002م، توصلت الدراسة لعدة نتائج من أهمها:

- هناك دلالة إحصائية لتأثر عوائد السندات الشركات وبشكل كبير لعوامل السيولة، حتى لو تم السيطرة على تقلبات مخاطر السوق؛

¹ Faurani Santi Singagerda, Tulus Suryanto and Jesscia Christina Sudjana, **Credit Risk-Return Puzzle: Asian Countries Representative**, Journal of Accounting and Business Education, 2 (1), September 2017.

² Lebbe, **Op-Cit**

³ Frank de Jong, and Joost Driessen, **Liquidity Risk Premia in Corporate Bond Markets**, Finance Department, Tilburg University, 2006, Available at the link: https://www.researchgate.net/publication/5051248_An_Empirical_Analysis_of_Stock_and_Bond_Market_Liquidity, Download Date: 03/12/2019.

- تساهم عوامل السيولة بشكل كبير في العائد المتوقع على سندات الشركات؛
 - هناك علاقة تبادلية بين عوائد السندات ومخاطر السيولة استطاعت على أثرها توليد علاوة سيولة بلغت حوالي 0.6% للسندات ذات الدرجة الاستثمارية طويلة الأجل، وحوالي 1.5% للسندات الأقل من الدرجة الاستثمارية، ويرى الباحث أنه بالإضافة إلى مخاطر السوق، تفسير علاوة السيولة جزءاً هاماً من لغز مخاطر /هامش الائتمان.
 - ولتحقق من النتائج المتوصل إليها، قام الباحث بتطبيق الدراسة على عينة ممثلة في مؤشر سندات الشركات الأوروبية، وقد تم التوصل إلى نتائج متشابهة جداً لتعرض أسعار.
- أما بالنسبة للدراسات السابقة حول علاقة مخاطر السيولة بعائد الصكوك، نجد دراسة (Hanafi et al, 2018)¹ التي حاولت اختبار علاقة سيولة السوق بمحددات عائد الصكوك من منظور السوق الماليزي، والتأكد ما إذا كانت استجابة سوق الصكوك لسيولة السوق مماثلة لسوق السندات التقليدية؛ تمثلت عينة الدراسة في 933 صك مقومة بالرينجيت الماليزية ومتداولة في السوق الثانوي الماليزي مقسمة على خمسة قطاعات وهي: الإصدارات الحكومية، شبه حكومية، المالية، الشركات والصكوك مدعومة الديون؛ ضمت بيانات الدراسة متغير تابع والمتمثل في هامش الصكوك (الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء) كمقياس للسيولة، وستة متغيرات مستقلة (مفسرة) كمحددات لهامش الصكوك والمتمثلة في (المدة المتبقية على استحقاق الصك، عمر الصك، معدل الكوبون (العائد)، التصنيف الائتماني وعدد وقيمة التداول للفترة (2005-2015م)؛ وبالاعتماد على الاختبارات الإحصائية الوصفية، الارتباط، تحليل الانحدار المتعدد وتحليل التباين (ANOVA)، وباستخدام نظرية البنية الجزئية؛ فقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن عمر ومدة الاستحقاق المتبقية للصك لهما علاقة إيجابية وارتباط قوي مع سيولة سوق الصكوك، كما خلصت الدراسة أن المستثمرين يفضلون الاحتفاظ بصكوكهم حتى بلوغ آجال استحقاقها بدلاً من تداولها في السوق الثانوي.
- كما أظهرت دراسة (Lebbe, 2015)² أنه توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر السيولة المعبر عنها بمؤشر داوجونز لسيولة سوق الصكوك الدولية وعوائد الصكوك ممثلة بعوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2005-2013م) باستخدام نموذج الانحدار الخطي.
- وفي دراسة (Leung, 2014)³ حول واقع اتجاه سيولة سوق الصكوك الدولية، تم تتبع أداء مؤشر داوجونز للصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي وذات الدرجة الاستثمارية من حيث حجم تداولها الشهري خلال الفترة (2010-2013م)، وكذا فحص العلاقة بين سيولة الصكوك وقيمة إصدارها، من خلال التركيز على متوسط حجم التداول الشهري لعشرة إصدارات صكوك جديدة تمت إضافتها في عام 2013م؛ خلصت الدراسة إلى أهم النتائج التالية:

¹ Norshafizah Hanafi, Amirul Hamiza, Abdul Hamid and Jasmani Mohd Yunus, **The Empirical Study on Market Liquidity and Determinants of Sukuk in Malaysia**, 2018, Indian-Pacific Journal of Accounting and Finance (IPJAF), Vol. 2 No. 3, 2018, pp. 4-15

² Lebbe, **Op-Cit**

³ Michele Leung, **Sukuk Liquidity Trends**, SUKUK 201, GLOBAL PRACTICE ESSENTIALS, S&P Dow Jones Indices, 2014. Available at the link: https://us.spindices.com/documents/education/practice-essentials-sukuk-liquidity-trends.pdf?force_download=true, Download Date: 20/03/2020.

- يتسم سوق الصكوك الدولية بالسيولة خلال فترة الدراسة على الرغم من صعوبة البيئة المالية العالمية في تلك الفترة من حيث الشح في السيولة؛
- تعد إصدارات الصكوك الجديدة والمسيطر على حجم السوق أكثر سيولة وأكثر تداولاً من إصدارات الصكوك القديمة؛
- تميل الصكوك الأكثر سيولة في السوق صوب الإصدارات التي تجاوزت قيمتها الاسمية المليار دولار، إذ يعد هذا الأخير عتبة تحسن سيولة الصك في السوق.

2-7- الدراسات السابقة حول علاقة المخاطر الشرعية بالعائد

تعد الدراسات التطبيقية التي اختبرت علاقة أو أثر المخاطر الشرعية سواءً على صعيد سوق الصكوك أو الأسهم من الجانب الكمي والقياسي محدودة جداً، وجل الدراسات نظرية وفي إطار التأصيل الشرعي؛ في حدود اطلاعنا، توصلنا إلى دراسة كمية واحدة حول الموضوع، والمتمثلة في دراسة (Lebbe, 2015)¹ والتي حاولت اختبار طبيعة العلاقة التجريبية بين المخاطر الشرعية باختبارها مؤشر داوجونز للصكوك ذات الجودة الشرعية العالية كمتغير مستقل وعوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك الدولية كمتغير تابع للفترة (2005-2013م)، باستخدام المقاييس الإحصائية الوصفية، معامل الارتباط والانحدار الخطي؛ توصلت نتائج الدراسة أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر المخاطر الشرعية وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك، حيث تم تفسير ذلك، أن الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي تتمتع بقدر عالي من التوافق الشرعي.

أما من حيث الدراسات السابقة حول علاقة وتأثير المخاطر الشرعية على الصكوك وعوائدها من الجانب النظري، فهناك العديد من الأبحاث، والدراسات والمناقشات والندوات على مستويات عالية بحثت في موضوع الإشكالات الشرعية وما يرتبط بها على مستوى الصناعة المالية الإسلامية ككل، وصناعة الصكوك على وجه الخصوص، والذي يمثل أحد أهم التحديات التي تواجهها الصكوك ومحل جدل كبير بين علماء ومنظرين المالية الإسلامية؛ حيث يمكن الإشارة إلى بعض الدراسات التي أشارت إلى علاقة المخاطر الشرعية بعوائد الصكوك، إذ نجد في هذا الإطار ما خلص إليه ملتقى (Events, 2007)² ودراسة (Lalal-Din and Mikael, 2015)³ اللذان أشارا إلى أنه من الآثار المترتبة عن التحديات والمخاطر الشرعية التي تواجهها صناعة الصكوك- المتمثلة أساساً في إشكالية تعارض الفتاوى والاجتهادات الفقهية على المستويات المختلفة- هي اختلاف المعايير الشرعية المؤطرة للصناعة والتي تؤدي بدورها إلى العديد من الإشكاليات المتداخلة والمتراطة فيما بينها، منها إشكالية التقاضي في المحاكم، حيث يترتب على وقوع الخلاف بين الهيئات الشرعية والمعايير الشرعية النازمة لصناعة الصكوك إشكاليات المرجعية عند التقاضي في المحاكم، ومن غير الممكن توقع ما ستلجأ إليه المحاكم والقضاء في حال الاختلاف المتباين، وهذا قد يؤدي إلى عدم التزام أحد أطراف عقد الاكتتاب في الصكوك بأحكام وبنود العقد، خاصة إذا وجد في القضاء احتمال أن يعطيها المزيد من المكاسب، ما يؤدي إلى ارتفاع المخاطر وزيادة التكاليف وعدم التحكم فيها ما يؤثر سلباً مستوى العوائد، وتصبح بذلك الصكوك أداة تمويلية ذات مخاطر عالية ومستوى عوائد متدنية نتيجة إشكالية المخاطر الشرعية.

¹ Lebbe, Op-Cit

² IFLR, Events of Inconsistent scholars hold back Islamic finance, London, Oct 2007, Available on the link:

<https://www.iflr.com/Article/1983328/Inconsistent-scholars-hold-back-Islamic-finance.html>, and see also: Lebbe, Op-Cit, p 121

³ أنظر: محمد لال الدين، وسعيد ميكائل، تحديات عمليات إصدار الصكوك، مرجع سابق

3- المبحث الثالث: الدراسات السابقة حول نماذج محددات عائد الصكوك

استخدم الباحثون أنواعًا مختلفة من المناهج والنماذج القياسية لتحديد أثر المخاطر على أداء عائد الأوراق المالية في السوق المالي؛ هناك عدد قليل جدا -في حدود اطلاعنا- من الأبحاث التي تناولت الموضوع من جانب سوق الصكوك، وأغلب الدراسات كانت على سوق الأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات. لذلك سنركز في عرضنا على تلك الدراسات المتعلقة بسوق الصكوك فقط.

3-1- Nader Naifar and Slim Mseddi (2013), Sukuk spreads determinants and pricing model methodology¹.

يعد هذا البحث من أولى الدراسات التجريبية على سوق الصكوك المتعلقة بتحديد العوامل المؤثرة في هوامش عوائد الصكوك من حيث متغيرات الاقتصاد الكلي؛ من بين أهداف الدراسة البحث عن محددات هوامش عوائد الصكوك مع وصف إطار تجريبي متماسك للآثار الاقتصادية الناتجة عن الارتباط بين هوامش عائد الصكوك وظروف سوق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي؛ تمثلت بيانات الدراسة في هامش عوائد الصكوك كمتغير تابع مقاساً بالعائد حتى الاستحقاق (YTM) الشهري لمؤشر مرجح بالتساوي بين 11 صك مصدرة من شركات إماراتية؛ أما المتغيرات المفسرة فتمثلت في العوائد الشهرية لأسعار المؤشر العام لسوق أبوظبي للأوراق المالية مع تقلباتها كمقياس لظروف سوق الأسهم، وأيضا القيمة الشهرية لكل من: مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية في دولة الإمارات كمقياس لمعدل التضخم (CPI)، وميل منحى العائد لدولة الإمارات كمقياس للنمو الاقتصادي خلال الفترة من أكتوبر 2009 إلى جويلية 2011م، ولتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة من أجل اختبار فرضيات البحث، تم استخدام نموذج الانحدار للسلاسل الزمنية محل الدراسة، حيث تم تقدير المعادلة على أنها انحدار خطي، وفق ما يلي:

$$SYP_t = \text{Constant} + \alpha_1 CPI_t + \alpha_2 SYC_t + \alpha_3 SIR_t + \alpha_4 SRV_t + \varepsilon_t$$

أظهرت نتائج التقدير أن النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى معنوية 1 %، وأن القدرة التفسيرية للنموذج مقبولة وبلغت حوالي 47.30%؛ غير أن معدل التضخم (CPI)، وتقلبات عوائد مؤشر الأسهم (SRV) ليست دالة إحصائيا، بينما كان كل من ميل منحى العائد (SYC) وعوائد مؤشر الأسهم (SIR) دالة إحصائيا وذات علاقة إيجابية مع هوامش عوائد الصكوك (SYP)، ويعتبران مؤشرا مهما في تفسير هوامش عوائد الصكوك (SYP)، أي أن الارتفاع في ميل منحى العائد (SYC) الذي يعكس النمو الاقتصادي له أثر إيجابي على هوامش عوائد الصكوك (SYP)، ونفس التأثير بالنسبة لسوق الأسهم، حيث أن الزيادة في عوائد مؤشر الأسهم (SIR) يصاحبها زيادة في هوامش عوائد الصكوك (SYP).

3-2- Maya Puspa Rahman (2015), An Analysis On The Malaysian Sukuk Spreads².

تمتاز هذه الدراسة أنها من بين الأبحاث القلائل التي اعتمدت على نماذج التباين الشرطي (ARCH, GARCH Models) للكشف عن محددات هوامش ائتمان الصكوك.

¹ Naifar and Mseddi , Op-Cit

² Rahman, Op-Cit

يتمثل الهدف الأساسي من هذه الدراسة تحليل اتجاه سلوك، والعوامل المؤثرة في تباين هوامش ائتمان الصكوك ومقارنتها مع السندات التقليدية في سوق الماليزية للفترة ما بين (2005-2011م)، ولتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، اعتمدت الباحثة على نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم التجانس التبين المعمم (GARCH) لبولرسليف (1986)؛ والذي يسمح بالإضافة إلى تحديد العوامل الرئيسية المؤثرة (كمتغيرات مستقلة) على تباين هوامش الصكوك (كمتغير تابع)، التأكد عما إذا كان تقلب هوامش الصكوك قد تأثر بكل من: تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، وتقلبات سوق الأسهم، حيث كان النموذج المقدر في الدراسة، كما يلي:

$$\Delta SS_t = \alpha + \beta_1 \Delta risk-free + \beta_2 \Delta asset + \beta_3 slope + \beta_4 \Delta SS_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t = \sqrt{h_t} \eta_t, \eta_t \sim N(0,1)$$

$$h_t = \alpha + \gamma_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma_2 \sigma_{t-1}^2 + \gamma_3 crisis + \gamma_4 market volatility$$

حيث:

<i>SSt</i> :	التغير النسبي في هوامش الصكوك ذات الدرجة الاستثمارية
<i>SSt-1</i> :	الانحدار الذاتي أو يعبر عن فترات ابطاء هوامش الصكوك
<i>risk-free</i> :	العائد على أدوات الخزينة لبنك نيجارا ماليزيا
<i>asset</i> :	التغير في لوغاريتم أسعار مؤشر سوق الأسهم الماليزي
<i>slope</i> :	التغير في ميل منحنى العائد الماليزي
<i>h_t</i> :	التباين الشرطي كنموذج للصدمات أو مقياس للأخبار الواردة
<i>crisis</i> :	متغير وهمي يشير للأزمة المالية العالمية 2008م
<i>market volatility</i> :	تقلبات عوائد أسعار سوق الأسهم الماليزي

توصلت أهم نتائج الدراسة إلى ما يلي:

- أن استخدام نموذج GARCH (1.1) المختار كان مبرراً -مقبولاً إحصائياً- على مستوى معادلة المتوسط (المعادلة الأساسية)؛
- وجود معنوية إحصائية لكل من أثر (ARCH و GARCH) في تباين الأخطاء على مستوى معادلة التباين؛
- أن التغير في هوامش ائتمان الصكوك على المدى القصير والطويل مرتبطاً سلبياً بالتغير في سعر الفائدة، وأيضاً مع ميل منحنى العائد؛
- أن تقلبات هوامش الصكوك كانت مدفوعة بشكل أساسي بالأخبار والصدمات الجديدة (أثر GARCH) أكثر من الصدمات والأخبار السابقة (أثر ARCH)؛
- أن العوامل التي تمثل كل من: تقلب سوق الأسهم، وردة الفعل الذاتي ووجود الأزمة المالية العالمية (2008م) ليست لها تأثير في جميع حالات الصكوك من حيث التصنيف الائتماني ومدة الاستحقاق؛
- هناك تماثل بين الصكوك والسندات التقليدية في السوق الماليزية من حيث العوامل المؤثرة في تغير هوامش الائتمان لديهما.

3-3- Ahamed Abdul Rauf Lebbe (2015), Relationship Between Risk And Return In Sukuk Market¹.

تعد هذه الدراسة- من وجهة نظرنا- من بين أهم الدراسات الأولى والقليلة التي مهدت البحث في موضوع محددات عائد الصكوك من حيث المخاطر الكامنة فيها من الجانب التطبيقي والكمي. بداية سنقدم نظرة عامة حول الدراسة تم تنتقل إلى النموذج القياسي المستخدم في الدراسة، وفق ما يلي:

حاولت هذه الدراسة التعرف على مختلف أنواع الصكوك الكامنة في هيكله الصكوك وتحديد طبيعة علاقتها بالعائد؛ حيث تم جمع بيانات الدراسة على أساس شهري للفترة الممتدة من (2005-2013م) لعينة تتشكل من سبع (07) فئات من سوق الصكوك تمثل المتغيرات المستقلة، وثمانية أنواع من المخاطر تعكس أربعة مجموعات أساسية من مخاطر الصكوك كمتغيرات مفسرة؛ ولتحليل النتائج تم الاعتماد على نتائج مقاييس الإحصاء الوصفي، واستخدام معامل الارتباط والانحدار الخطي المتعدد، ومن أهم النتائج المتوصل إليها ما يلي:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتأثير مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة والتشغيل على عوائد الصكوك لمختلف فئات سوق الصكوك؛

- كلما طالت فترة استحقاق الصك كلما زاد التعرض للمخاطر؛

- تعد الصكوك ذات التصنيف الائتماني المتدني أكثر عرضة للمخاطر مقارنة بالصكوك ذات التصنيف الجيد؛

- تعد عوائد صكوك قطاع الشركات الخليجية أكثر عرضة للمخاطر مقارنة بصكوك القطاعات الأخرى محل الدراسة؛

- يشير تحليل تأثير المخاطر على عوائد الصكوك من زاوية الدول عينة الدراسة، أن عوائد سوق الصكوك البحريني أكثر عرضة للمخاطر مقارنة بسوق الصكوك الاماراتي والماليزي.

أما من حيث النموذج القياسي المعتمد في الدراسة، فقد انطلق الباحث من فرضية "أن التغير في المخاطر الكامنة في هيكله الصكوك يؤدي إلى التغير في عوائدها"، ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد لتقدير نموذج الدراسة وفق ما يلي:

$$\Delta \text{ in Sukuk Return} = \alpha_i + \beta_1 \Delta a + \beta_2 \Delta b + \beta_3 \Delta c + \beta_4 \Delta d + \beta_5 \Delta e + \beta_6 \Delta f + \beta_7 \Delta g + \beta_8 \Delta h + \varepsilon_i$$

حيث أن :

: $\beta_1 \Delta a$	مخاطر معدل الفائدة
: $\beta_2 \Delta b$	مخاطر معدل التضخم
: $\beta_3 \Delta c$	مخاطر معدل صرف الدولار
: $\beta_4 \Delta d$	مخاطر التوافق مع الشريعة والقوانين
: $\beta_5 \Delta e$	مخاطر ثقة المستهلك
: $\beta_6 \Delta f$	مخاطر الائتمان
: $\beta_7 \Delta g$	مخاطر الاستحقاق
: $\beta_8 \Delta h$	مخاطر إعادة الاستثمار والسيولة

كما هو واضح من نموذج التقدير، يتمثل المتغير التابع في التغير في عوائد الصكوك ممثلاً بعوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك الدولية؛ أما المتغيرات الثامنة المفسرة (المستقلة) فهي كالتالي: تم الاعتماد على مؤشر معدل الفائدة لبيور على الودائع بالدولار الأمريكي

¹ Lebbe, Op-Cit

لستة أشهر كمخاطر لمعدل الفائدة؛ أما مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية الأمريكية (CPI) تم اعتماده كمقياس لمخاطر التضخم؛ وتم اختيار مؤشر الدولار الأمريكي (USDX) كمقياس لمخاطر سعر الصرف؛ بينما مخاطر ثقة المستهلك تم قياسها بمؤشر ثقة المستهلك؛ وتم الاعتماد على مؤشر داوجونز للصكوك التي تزيد مدة استحقاقها عن 7 سنوات وتقل عن 10 سنوات كمقياس لمخاطر الاستحقاق؛ ومؤشر داوجونز للصكوك ذات أدنى تصنيف ائتماني في الدرجة الاستثمارية مقياساً لمخاطر الائتمان؛ أما المخاطر التوافق الشرعي فقد تم الاعتماد على مؤشر داوجونز للصكوك ذات الجودة الشرعية العالية.

وقد تم حساب قيمة التغير في مؤشرات الدراسة (Ln) وفق العلاقة التالية:

$$\ln(n) = \frac{\log(n)}{\log(n-1)}$$

حيث:

=Log(n) لوغاريتم القيمة الشهرية الحالية للمؤشر

=Log(n-1) لوغاريتم القيمة الشهرية السابقة للمؤشر

شرح نموذج الدراسة المقدر بطريقة الانحدار الخطي المتعدد أثر العلاقة بين مختلف مخاطر الصكوك وعوائدها، حيث يفسر القدرة التفسيرية للنموذج- التغير في مؤشرات كل من: مخاطر الفائدة، مخاطر التضخم، مخاطر سعر الصرف، مخاطر ثقة المستهلك، مخاطر الاستحقاق، مخاطر السيولة، مخاطر الائتمان والمخاطر الشرعية من 90% إلى 95% من التغير في عوائد مؤشر الصكوك؛ وخلصت الدراسة أن هناك علاقة تأثير بين مختلف المخاطر الكامنة في هيكلية الصكوك وعوائدها خلال فترة الدراسة. ومن أجل تحديد منهجية العمل والمتغيرات التي سيتطلبها جزء من دراستنا القياسية، فقد تم تلخيص الدراسات القياسية المتعلقة بمحددات عوائد الصكوك المذكورة أعلاه ضمن الجدول رقم (3-2) أدناه، الذي جمع مكان إجراء الدراسة، فترة الدراسة، المتغيرات المأخوذة في النماذج المستخدمة.

الجدول رقم (3-2): ملخص الدراسات القياسية المتعلقة بمحددات عوائد الصكوك

النموذج المستخدم	متغيرات الدراسة		المكان	الفترة	الدراسة
	المتغيرات المفسرة	المتغير التابع			
الانحدار الخطي المتعدد	العوائد وتقلباتها لمؤشر سوق الأسهم، معدل التضخم (CPI)، منحى العائد.	العائد حتى الاستحقاق للصكوك	الإمارات المتحدة	2009 - 2011م	Naifar and Mseddi (2013)
نماذج التباين الشرطي (ARCH, GARCH Models)	العائد على أدونات الخزينة، أسعار مؤشر سوق الأسهم، منحى العائد، الأزمة المالية العالمية 2008م، تقلبات عوائد أسعار سوق الأسهم.	هامش ائتمان الصكوك والسندات	ماليزيا	2005 - 2011م	Rahman (2015)
الانحدار الخطي المتعدد	مخاطر كل من: معدل الفائدة، معدل التضخم، مخاطر الائتمان، معدل صرف الدولار، التوافق مع الشريعة والقوانين، مخاطر الاستحقاق، مخاطر إعادة الاستثمار والسيولة.	عوائد أسعار الصكوك	دولي، ماليزيا، ودول مجلس التعاون الخليجي	2005 - 2013م	Lebbe (2015)

المصدر: إعداد الباحثة، اعتماداً على المراجع السابقة

في نهاية هذا الفصل نحاول إبراز ما يميز موضوع دراستنا عن الدراسات السابقة.

✓ موقع الدراسة الحالية بين الدراسات السابقة

بعدها حاولنا استعراض -قدر الإمكان- لمختلف الدراسات المتصلة بموضوع بحثنا، لم نجد منها ما تعرض لموضوعنا من نفس الجوانب، في مجملها تناولت إحدى جوانب موضوع دراستنا، فمنها ما توقف على اختبار سلوك العائد و/أو المخاطرة الكلية ومقارنتها مع السندات التقليدية، وهذا الاتجاه من الأبحاث هو الغالب على الدراسات القياسية المتعلقة بالصكوك، ولكن مع غياب المقارنة بالأسهم وغيرها من الأدوات المالية الأخرى، ومن الدراسات القياسية التي اتجهت -وهي قليلة- نحو التركيز على دراسة تأثير المحددات -من متغيرات الاقتصاد الكلي والمخاطر- على عوائد الصكوك؛ وعليه سيتم إبراز مساهمة دراستنا من خلال مقارنتها مع هذين الاتجاهين من الدراسات السابقة، والتي جمعت الدراسة الحالية بينهما، وذلك وفق ما يلي:

أغلب الدراسات القياسية التي تناولت دراسة سلوك العائد و/أو المخاطرة الكلية في سوق الصكوك والعلاقة بينهما في بعض الدراسات، ركزت على المقارنة بنظيرها التقليدية (السندات) وشبه غياب للمقارنة مع الأسهم، كما أن المقارنة عادة ما تكون من حيث مستوى العائد والمخاطرة، وعدم التركيز والابتعاد عن المقارنة من حيث مستوى كفاءة تسعير الأدوات للمخاطر، وهي النقطة التي انطلقنا منها في بناء إشكالية دراستنا مع الأخذ بعين الاعتبار سوق الأسهم؛ كذلك من خلال تتبع عينة الدراسة المعتمدة في الدراسات السابقة نجد أن أغلبها اقتصر إما على مؤشرات محلية أو إصدارات محددة -وهو الغالب-؛ أما من حيث الأدوات ونماذج القياس المستخدمة، نلاحظ أن جل الدراسات اعتمدت على الأساليب الإحصائية الخطية رغم أن السلاسل الزمنية خاصة المالية منها تمتاز بالحركية عبر الزمن، أي عدم تماثل توزيعها الذي يشير إلى عدم خطيتها؛ مع استخدام جل الدراسات نماذج القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) التي تهتم بالخسائر دون الأرباح (المخاطرة دون العوائد) والمحدودة بفرضية أساسية، وهي أن المخاطر المستقبلية يمكن التنبؤ بها من التوزيعات التاريخية للعوائد ولفترة زمنية قصيرة، وأن الأسعار والعوائد تتبع التوزيع الطبيعي، الأمر الذي يشير ضمناً إلى أن نتائج نماذج (VaR) يقصد منها فقط الخسائر في يوم عادي، أما الأحداث النادرة (كالزلات) لا يتم أخذها بعين الاعتبار فهي تقتصر على التنبؤ خارج العينة فقط، ولا تتطرق إلى ما يحدث داخل العينة؛ ومن الدراسات ما اعتمدت على نماذج قياس نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة في دراسة العلاقة بين العائد ومخاطر الصكوك ومقارنتها بنظيرتها التقليدية، رغم تعرض نظرية المحفظة ونموذجها الكمي إلى جملة من الانتقادات، منها ما تعلق بفرضية العلاقة الخطية بين العائد والمخاطرة، وفرضية استقرارها معامل بيتا (β)، وقد أثبتت العديد من النماذج القياسية أنه غير مستقر عبر الزمن؛ لذلك جاءت مساهمة بحثنا في هذا الجانب من حيث تطبيق نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH MODELS) التي أثبتت قدرتها في التعامل مع حركية سلوك سلاسل الزمنية المالية التي تتصف بتقلبات شديدة تليها تقلبات منخفضة خلال فترات معينة، كما تسمح بالتنبؤ داخل العينة؛ كما وقع اختيار عينة الدراسة على مؤشر عالمي لا يختص بدولة أو إقليم معينة.

ومن خلال تتبع الدراسات القياسية التي تناولت محددات عوائد الصكوك بشكل عام، نلاحظ اختلافها من حيث عينة الدراسة المعتمدة، والمتغيرات والنماذج القياسية المستخدمة؛ فمن حيث متغيرات الدراسة وبالتحديد المتغيرات المفسرة، نجد من الدراسات ما اعتمدت على متغيرات الاقتصاد الكلي كعوامل مؤثرة على عوائد الصكوك، ومنها ما ركزت على المخاطر الكامنة في هيكل الصكوك كعوامل محددة لعوائد الصكوك، أما دراستنا فقد جمعت بين متغيرات الاقتصاد الكلي كمخاطر نظامية ممثلة بالتحديد في المخاطر السوقية، أما المخاطر الأخرى فهي تمثل المخاطر غير النظامية والتي تواجهها الصكوك من مخاطر ائتمان، مخاطر سيولة ومخاطر تشغيل، كما حاولت دراستنا أن تشمل أكبر عدد من المخاطر النظامية وغير نظامية -حسب ما توفر لدينا من معطيات- لتقدير نموذج الدراسة واختبار

علاقة تأثير مخاطر الصكوك بعوائدها، وهو ما تميزت به دراستنا عن باقي الدراسات الأخرى؛ أما من حيث النماذج القياسية المعتمدة، فمن الدراسات ما اعتمدت على النماذج الخطية لاختبار طبيعة العلاقة بين المتغيرات المفسرة (العوامل المؤثرة) والمتغير التابع الممثل في عوائد الصكوك، رغم عدم خطية السلاسل الزمنية المالية - كما تمت الإشارة إليها مسبقاً-، ومن الدراسات ما أخذت بالاعتبار ذلك واعتمدت على نماذج التباين الشرطي لتقدير العلاقة بين المتغيرات، أما دراستنا فقد تميزت عن تلك الدراسات السابقة من حيث نموذج القياس المستخدم، في اعتمادها على منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء (ARDL) لتحديد مخاطر الصكوك وأثرها على عوائدها.

إضافة إلى ما سبق، فقد حاولت دراستنا التركيز أيضاً على:

- ✓ محاولة جمع وترتيب الموضوعات الجزئية والمستجدة حول الصكوك المبثوثة في ثنايا المراجع والدراسات السابقة؛
- ✓ محاولة الربط بين الإطار النظري للصكوك مع واقع ممارستها الفعلية؛
- ✓ محاولة الجمع بين مفاهيم النظرية المالية التقليدية والمالية الإسلامية من خلال تحليل وإبراز نقاط الاتفاق والاختلاف بينهما، خاصة من حيث المخاطرة والمبادلة مع العائد؛
- ✓ تتبع واقع تركيبة سوق الصكوك، وإظهار مدى تأثير ذلك - لاسيما من حيث هيكلية الإصدار- على طبيعة المخاطر المحددة لعوائد الصكوك.

خلاصة الفصل

تضمن هذا الفصل عرضاً لأهم الدراسات السابقة التي مست موضوع الدراسة في جانبيه سواء من حيث دراسة سلوك العائد والمخاطر الكلية للصكوك والعلاقة بينهما ومقارنة ذلك مع الأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات؛ أو من حيث تحديد مخاطر الصكوك وتأثيرها على عوائدها؛ وقد سعينا في دراستنا من خلال جزئها التطبيقي المزج بين جانبي دراسة علاقة العائد بمخاطر الصكوك سواء على المستوى الكلي أم الجزئي.

وقد زدنا الدراسات السابقة مجتمعة في رسم خريطة طريق الجانب التطبيقي من دراستنا من حيث منهجية العمل، وأهم الأساليب الإحصائية والنماذج القياسية الممكن استخدامها في اختبار وتقييم العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطر الكلية للصكوك، وأيضا في دراسة تأثير المخاطر المحددة لعوائد الصكوك؛ كما ساعدتنا كثيرا في ضبط متغيرات الدراسة ومصادر الحصول عليها؛ وبعد عرض مختلف الدراسات السابقة وتحليل نتائجها، استخلصنا المتغيرات التي يمكن اعتمادها - في حدود إمكانية الحصول عليها - في دراستنا كما يلي:

- اقتصرنا المتغيرات المفسرة والمحددة لعوائد الصكوك على المخاطر النظامية (مخاطر السوق) ممثلة بمتغيرات الاقتصاد الكلي، ومخاطر غير نظامية تمثلت في مخاطر الائتمان، السيولة والتشغيل التي تختص بها الصكوك، ضمت في مجملها سبعة مؤشرات تقيس لنا تلك المخاطر، وهي: مخاطر معدل الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التضخم، مخاطر أسعار السلع الأساسية (الخام)، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة ومخاطر التشغيل.
- أما المتغير التابع والمتمثل في عوائد الصكوك، فقد اقتصرنا على معدل العائد في الزمن المستمر والمعبر عنه بالفرق الأول للوغاريتم أسعار الإغلاق اليومية لمؤشر داوجونز للصكوك.

القسم الثاني
الدراسة التطبيقية

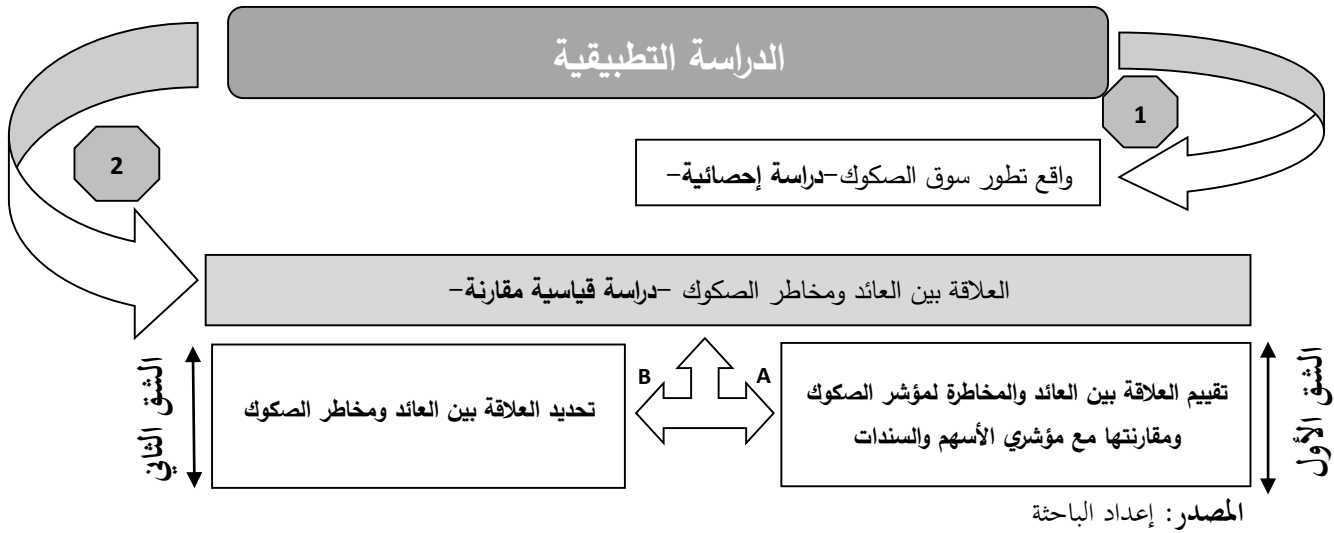
مدخل الدراسة التطبيقية

بخلاف القسم السابق، ونظراً لطبيعة دراسة هذا القسم، جاء هذا المدخل كتوضيح حول ما سيتم تناوله من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة وإثبات مدى صحة الفرضيات الموضوعة.

لذلك قمنا بتقسيم الدراسة التطبيقية إلى فصلين، تناولنا في الفصل الرابع دراسة إحصائية لواقع تطور سوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017م) من عدة جوانب معتمدين في ذلك على التقارير الصادرة عن كل من مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) بماليزيا، والسوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) بالبحرين، مستعينين ببرنامج إكسال (EXCEL 2016)؛ أما الفصل الخامس استعرضنا فيه الدراسة القياسية لتقييم علاقة العائد بالمخاطر الكلية للصكوك ومقارنتها مع الأدوات التقليدية (الأسهم والسندات) خلال الفترة (2008-2017م)، باختيارنا لمؤشر داوجونز لسوق إصدارات الصكوك الدولية (DJS)، ومؤشرين لسوق الأدوات المالية التقليدية ممثلاً بمؤشر ستاندار آند بورز 500 لأسهم الشركات الأمريكية (SPX)، ومؤشر ستاندار آند بورز 500 لسندات الشركات الأمريكية (SPB)، باستخدام نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH MODEL)؛ ثم حاولنا بعد ذلك إجراء دراسة قياسية لتحديد أثر العلاقة بين المتغير التابع والمتمثل في عوائد أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك الدولية (DJS) والمتغيرات المستقلة المتمثلة في اختيارنا لبعض مخاطر الصكوك التي تعكسها بعض مؤشرات (Dow Jones Sukuk Indices) ومؤشرات الاقتصاد الكلي - المتعلقة تحديداً بالاقتصاد الأمريكي - خلال الفترة (2012-2017م)، باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء (ARDL)، مستعينين في ذلك ببرنامج إكسال (EXCEL 2016)، وبرنامج (EViews 9).

والمخطط التالي يوضح أهم محاور الدراسة التطبيقية

الشكل رقم (II-1): مخطط الدراسة التطبيقية



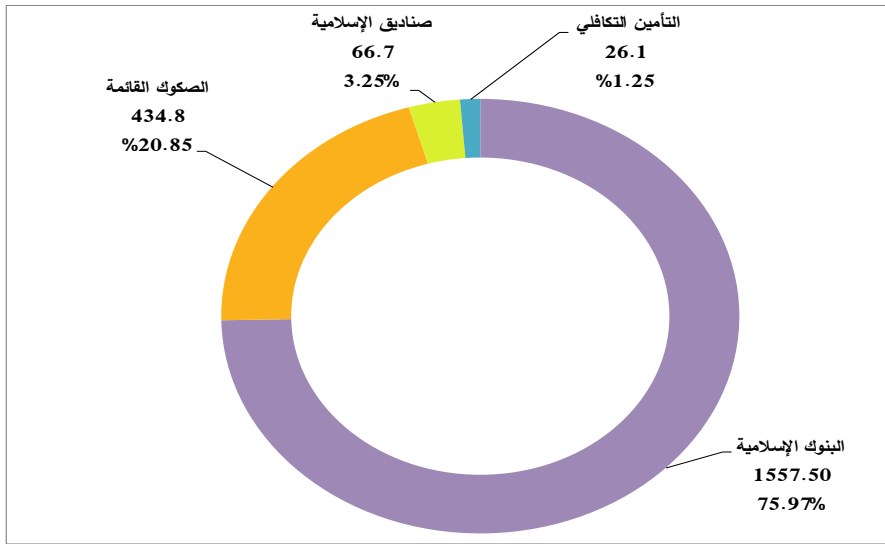
الفصل الرابع

دراسة إحصائية لواقع تطور سوق الصكوك
خلال الفترة (2001-2017 م)

تمهيد

يقدر حجم سوق الصكوك القائمة (Outstanding) -التي لم يحن موعد استحقاقها- بنحو 434.8 مليار دولار أمريكي حتى نهاية عام 2017م، تمثل ما نسبته 20.85% من إجمالي صناعة الخدمات المالية الإسلامية البالغة قيمتها الإجمالية 2.08 ترليون دولار أمريكي، وكما هو موضح في الشكل (1-4) أدناه، احتل سوق الصكوك المرتبة الثانية بعد قطاع المصرفية الإسلامية البالغ حجمه 1557.50 مليار دولار أمريكي تعكس ما نسبته 75.97% من إجمالي صناعة الخدمات المالية الإسلامية لعام 2017م.

الشكل رقم (1-4): التركيبة القطاعية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية لعام 2017م*. (بالمليار دولار)



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على:

Islamic Financial Services Board (IFSB), **Islamic Financial Services Industry -Stability Report 2018-**, Kuala Lumpur, Malaysia, June 2018, p 9. And International Islamic Financial Market (IIFM), **Sukuk Report 2018 -A comprehensive study of the global sukuk market-**, 7TH Edition, Manama, Kingdom of Bahrain, April 2018, p73.

كما يعد سوق الصكوك أحد القطاعات الأكثر نمواً مقارنة مع باقي قطاعات صناعة الخدمات المالية الإسلامية، حيث ارتفعت حصته إلى 18.62% في نهاية عام 2017م مقارنة بعام 2016م، تعكس زيادة قدرها 68.25 مليار دولار أمريكي، بينما بلغ معدل نمو المصرفية الإسلامية -القطاع الأهم والأكبر سوقياً- حوالي 4.30%، في حين بلغ معدل نمو صناعة الخدمات المالية الإسلامية ككل حتى نهاية عام 2017م، ما نسبته 7.42%¹.

وقد جاء هذا الفصل ليفصل أكثر في اتجاه تطور سوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017م) من خلال دراسة إحصائية ضمن خمسة مباحث، تتناول تركيبة سوق الصكوك من حيث: الاتجاه الكمي لتطور إجمالي إصدارات الصكوك، التوزيع الجغرافي، حسب مستوى الإصدار، وجهة الإصدار، وكذا حسب هيكل الإصدار؛ بغية تمهيد الإجابة على الإشكالية الجزئية الثانية واختبار الفرضية الثانية.

¹ (IFSB), Stability Report 2018, **Op-Cit**, p 9. And (IFSB), **Islamic Financial Services Industry -Stability Report 2017-**, Kuala Lumpur, Malaysia, May 2017, p 8. And (IIFM), Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, p73. And (IIFM), **Sukuk Report 2017- A comprehensive study of the global Sukuk market-**, 6TH Edition, Manama, Kingdom of Bahrain, July 2017, p48.

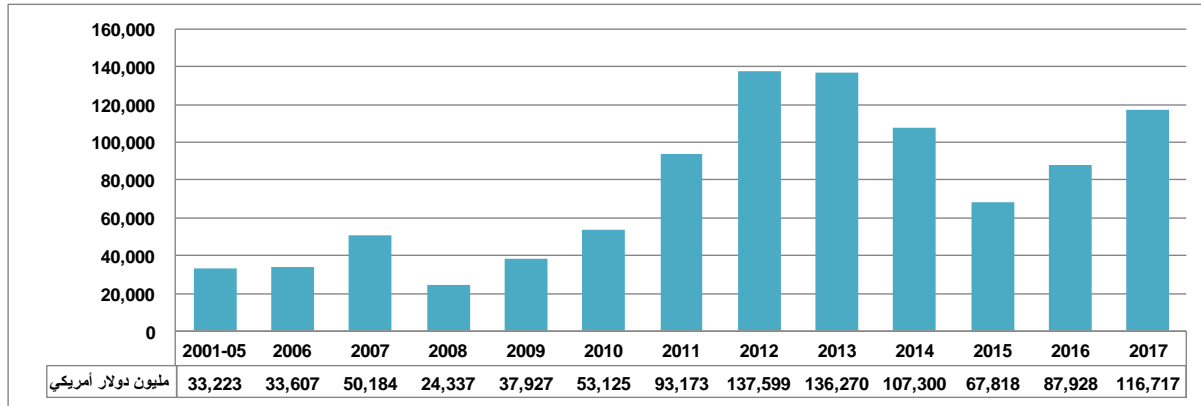
* البيانات المتعلقة بالصكوك والصناديق الاستثمار الإسلامية خاصة بكامل سنة 2017م، أما بيانات البنوك الإسلامية تخص النصف الأول من عام 2017م، والتأمين التكافلي في بياناته متعلقة بكامل سنة 2016م.

المبحث الأول: الاتجاه الكمي لتطور إصدارات الصكوك الإسلامية

يعد سوق الصكوك من أبرز التطورات الحديثة في النظام المالي الإسلامي، واستناداً إلى البيانات المتاحة حول إجمالي حجم الصناعة، نلاحظ تطوراً ملحوظاً خلال الفترة المدروسة (2001-2017م). وقد بلغت القيمة التراكمية للصكوك الصادرة منذ بداية السوق في عام 2001م حتى نهاية عام 2017م ما يقارب 979.21 مليار دولار أمريكي، توزعت على سنوات الفترة (2001-2017م) بوتيرة وأحجام إصدارات مختلفة ومتفاوتة، نظراً لما شهدته هذه الفترة من أحداث عالمية وإقليمية.

ويوضح الشكل (2-4) أدناه اتجاهات تطور إجمالي إصدارات الصكوك، حيث يظهر نمو سوق الصكوك بمعدل يزيد عن الضعف، أي بنسبة زيادة تفوق 100% في عام 2006م مقارنة بالفترة (2001-2005م)، لتصل فيها القيمة التراكمية لإجمالي إصدارات الصكوك إلى حوالي 67 مليار دولار أمريكي في عام 2006م. وبلغ سوق الصكوك ذروته سنة 2007م، مسجلاً رقماً قياسياً في حجم الإصدارات السنوي في تاريخ صناعة الصكوك آنذاك، حيث وصلت القيمة السوقية للصكوك المصدر في تلك السنة إلى ما يزيد عن 50 مليار دولار أمريكي بلغت على إثرها القيمة التراكمية لإصدارات الصكوك عالمياً حتى نهاية 2007م حوالي 117 مليار دولار أمريكي، تعكس نسبة زيادة سنوية تزيد عن 7.5% مقارنة بعام 2006م، وتمثل حوالي 12% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك للفترة (2001-2017م).

الشكل رقم (2-4): التطور السنوي لإجمالي إصدارات الصكوك خلال الفترة (2001-2017م)



المصدر: إعداد الباحثة، اعتماد على:

International Islamic Financial Market (IIFM), **Sukuk Report 2018 - A comprehensive study of the global sukuk market-**, 7TH Edition, April 2018, p21.

غير أنه في عام 2008م شهد سوق الصكوك انخفاضاً عالمياً في حجم الصكوك الصادرة، إذ بلغت قيمة الإصدارات في تلك السنة ما قدره 24.33 مليار دولار أمريكي، مسجلة نسبة تراجع تفوق 51% مقارنة بعام 2007م. وبعد هذا أول تراجع وانحراف في مسار نمو صناعة الصكوك مقارنة عما كانت عليه من قبل، بسبب الصدمة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية 2008م متزامنة مع تداعيات قضية عدم التوافق الشرعي لبعض هياكل الصكوك التي أثارها هيئة الأيوبي (AAOIFI)، حيث شهد السوق اضطراباً عالمياً، قلة السيولة، واتسعت هوامش الائتمان، وكان انتظار وترقب المستثمرين من بين العوامل التي تسببت في الانخفاض الحد لعام 2008م. وخلال النصف الثاني من عام 2009م استعاد السوق نموه ليصل إجمالي إصداراته إلى حوالي 38 مليار دولار أمريكي متفوقاً على إجمالي الإصدارات في عام 2006م، بنسبة نمو فاقت 55% عن عام 2008م.

واصل السوق نموه في عام 2010م بنسبة زيادة بلغت حوالي 40% لتصل قيمة الإصدارات إلى 53.12 مليار دولار أمريكي، مسجلاً رقماً قياسياً جديداً متفوقاً به عن عام 2007م، كما استمر السوق في الصعود خلال عامي 2011م و2012م. حيث وصلت نسبة النمو السنوي لعام 2011م، إلى حوالي 75.4%، بلغت فيه قيمة الإصدارات 93.17 مليار دولار، ليواصل السوق نموه في عام 2012م بمعدل نمو سنوي فاق 47% تجاوزت فيه قيمة الإصدارات 1.37 تريليون دولار أمريكي، وبذلك حقق سوق الصكوك عام 2012م مستوى قياسي لم يعد تسجيله مجدداً خلال الفترة المدروسة.

وقد شهد النمو السنوي للسوق في عام 2013م شبه استقرار، بلغت فيه قيمة الإصدارات الجديدة 1.36 تريليون دولار، بنسبة تراجع لم تتجاوز 1% مقارنة بعام 2012م. وتعد الفترة (2010-2013م) أفضل سنوات إصدارات سوق الصكوك انتعاشاً حيث بلغت القيمة الإجمالية للصكوك خلال تلك الفترة حوالي 42 تريليون دولار أمريكي تمثل نسبة 42.90% من الحجم الكلي لإصدارات الصكوك خلال كامل الفترة المدروسة (2001-2017م). يرجع هذا الانتعاش إلى التعافي الاقتصادي الذي شهدته مراكز التمويل الإسلامي من دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا، فضلاً عن التعافي النسبي للأسواق العالمية، والذي نرجعه وبشكل أساسي إلى تحسن أسعار النفط وتسجيله أرقاماً قياسية خلال تلك الفترة، نتج عنها وفرة في سيولة دفعت كل من المستثمرين للاستفادة منها خاصة من الدول العربية ومالكيها إلى البحث عن فرص لتوظيفها في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة، إضافة إلى النمو الاقتصادي السريع للاقتصادات النفطية خاصة الخليجية منها التي شهدت تحولات كبيرة تطلبت المزيد من الإنفاق على البنى التحتية ومشاريع البناء والأعمار فكانت الصكوك الأنسب لذلك.

وبشكل عام يعد كل من 2012م و2013م عامين قياسييين لإصدارات الصكوك عالمياً، في حين تباطأ سوق الصكوك في عام 2014م، بنسبة تراجع سنوية -مقارنة مع عام 2013م- بلغت 21.26% بقيمة إصدارات جديدة تزيد بقليل عن 100 مليار دولار أمريكي.

كما استمر السوق بالانخفاض في عام 2015م، لكن بوتيرة أكبر مقارنة مع عام 2014م بلغت فيه نسبة التراجع حوالي 37%، أما قيمة الإصدارات فوصلت إلى حوالي 68 مليار دولار أمريكي، إذ يعد هذا التراجع ثاني انتكاسه لسوق الصكوك، ولكن أقل حدة من عام 2008م، ويعزى هذا الانخفاض في السوق وبشكل رئيسي إلى قرار البنك المركزي الماليزي -بنك نيجارا ماليزيا- أكبر مصدري الصكوك في العالم- بالتوقف عن إصدار الصكوك قصيرة الأجل كأداة لإدارة السيولة، وحسب ما ورد في تقرير لوكالة ستاندار آند بورز (S&P) أنه من بين أسباب اتخاذ البنك لهذا القرار هو شراء مجموعة واسعة من المستثمرين لهذه الصكوك ما حال دون وصول البنك إلى الجهات التي يستهدفها وهي البنوك الإسلامية في ماليزيا بشكل خاص، لذلك قرر البنك الاتجاه إلى استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك. وعليه يمكن القول أنه لا يؤخذ هذا القرار على أنه نقطة ضعف في سوق الصكوك، ولكن تغيير لاستراتيجية بنك ماليزيا المركزي؛ ومن بين الأسباب الأخرى لتراجع حجم الإصدارات في عام 2015م، هو الظروف الصعبة التي مر بها السوق خاصة الناشئة منها في ظل انخفاض أسعار النفط إلى مستويات قياسية عما كانت عليه من قبل، أدى ذلك ومع خفض الحكومات خاصة الخليجية للإنفاق الاستثماري إلى تراجع نمو قطاع الصكوك خلال هذه الفترة.

بينما شهد السوق خلال العامين 2016م و2017م نمو واضح وملحوس، بلغت نسبة نمو فيهما إلى نحو 30% و33% على التوالي، تجاوزت الصكوك الصادرة في عام 2017م حاجز 100 مليار دولار أمريكي، ويرجع المحللون هذا الانتعاش إلى الإصدارات المنتظمة من قبل بعض حكومات الدول الآسيوية مدعوماً بشكل رئيسي من الإصدارات الضخمة بالعملة المحلية والأجنبية لبعض

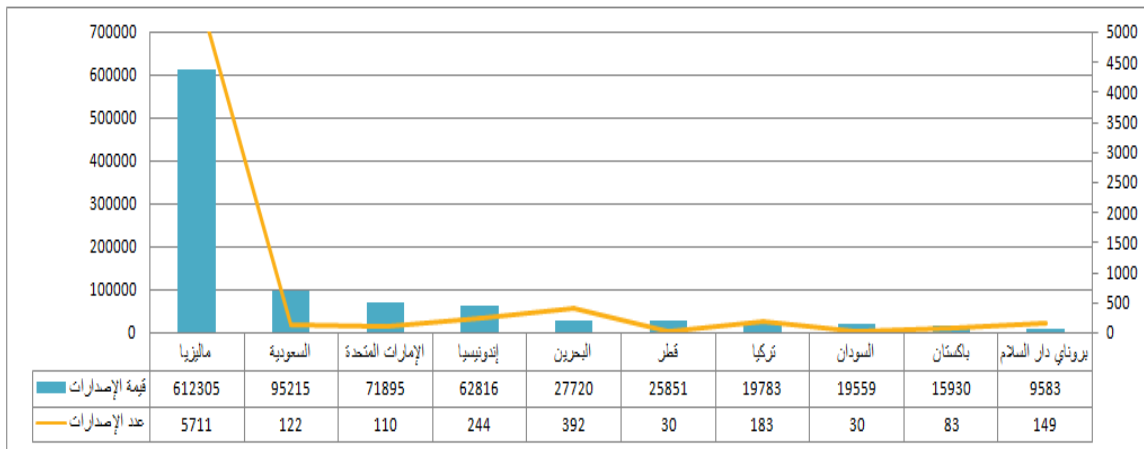
الحكومات الخليجية، بما في ذلك الإصدار السيادي السعودي بقيمة 9 مليارات دولار أمريكي في أبريل 2017م، الذي يعد أحد أكبر إصدارات الصكوك على مستوى العالم حتى تاريخه، ومن العوامل التي دفعت بهذا الحجم من الإصدارات الحاجة الكبيرة للاقتراض من قبل حكومات دول الخليج لتمويل نفقاتها الكبيرة خاصة في ظل انخفاض أسعار النفط دون المستويات التي كانت عليها من قبل رغم تحسنها واستقرارها خلال 2016 و2017م، إضافة إلى الحاجة لتمويل العجز المالي الكبير في موازنة بعض دول الخليج كسلطنة عمان ومملكة البحرين من خلال سياسية تنويع مزيجها التمويلي وكذلك تلبية احتياجات السيولة لدى بنوك التجزئة الإسلامية، ومن العوامل الأخرى التي ساهمت في انتعاش السوق خلال هذه الفترة تزايد إصدارات الصكوك المستوفية لمعايير بازل 3 والداعمة للقاعدة الرأسمالية من قبل البنوك الخليجية مع اقتراب موعد تطبيقها النهائي في 2019م، ناهيك عن انحسار فجوة الأسعار بين الصكوك والسندات التقليدية.

بعد هذا التحليل يمكن أن نستنتج، أن الاتجاه العام لتطور إجمالي سوق الصكوك عالمياً للفترة (2001-2017م) يتبع الظروف الاقتصادية السائدة، ينتعش في فترات الرواج ويتراجع خلال فترات الركود الاقتصادي العالمي، كما نجد أن صناعة الصكوك خلال هذه الفترة قد حققت نسبة نمو سنوي فاقت 251.31% بمقارنة إصدارات بداية الفترة مع نهايتها، انتقلت فيها القيمة التراكمية لإصدارات الصكوك من 33.22 مليار دولار أمريكي في عام 2005م إلى 979.21 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2017م بنسبة نمو تجاوزت 2847%.

المبحث الثاني: التوزيع الجغرافي لسوق الصكوك الإسلامية

تمتد اليوم صناعة الصكوك جغرافياً في أغلب أنحاء العالم، ولم تعد حكرًا على إقليم أو دولة معينة، إذ يتم إصدار الصكوك في العديد من دول العالم، وهو ما يظهره الملحق رقم (4-1)¹، حيث نلاحظ استمرار هيمنة منطقة جنوب شرق آسيا على سوق الإصدار العالمي للصكوك بحصة سوقية بلغت حوالي 72.1% من إجمالي قيمة الإصدار العالمي للصكوك منذ نشأة السوق، بينما تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي ثاني أكبر وجهة لإصدار الصكوك بحصة سوقية تصل إلى 23.3% من إجمالي قيمة الإصدارات العالمية للصكوك حتى نهاية 2017م، ولا تزال منطقة الخليج العربي إحدى أهم المناطق الرئيسية الداعمة لسوق الصكوك.

الشكل رقم (4-3): الحصة السوقية للصكوك المصدرة حسب الدول - التي تزيد عن 9000 مليون دولار أمريكي -

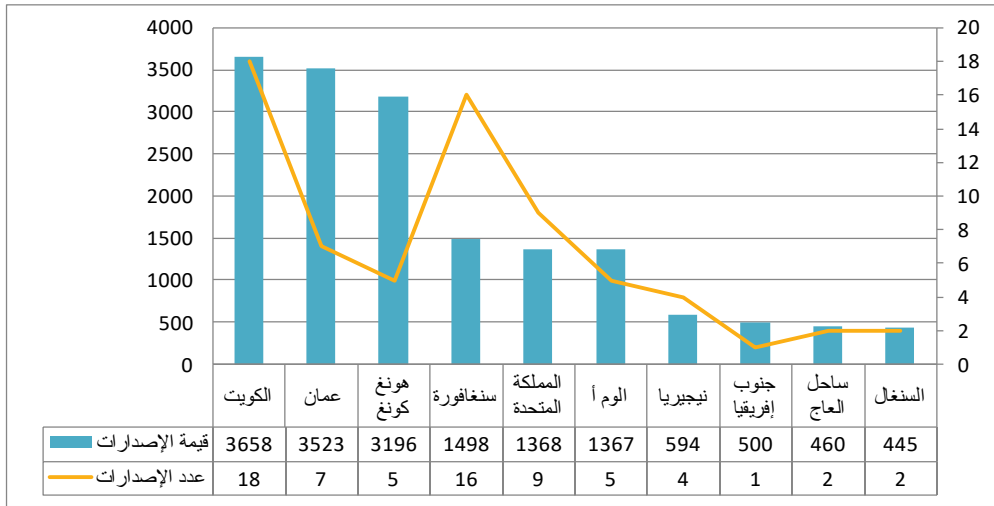


المصدر: من إعداد الباحثة اعتماد على: IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, p 57

¹ أنظر الملحق رقم (4-1)

تُفصل الأشكال التالية: رقم (3-4) أعلاه، و(4-4) و(5-4) أدناه الحصص السوقية المصدرة في سوق الصكوك بحسب البلد خلال الفترة (2001-2017م)، إذ نلاحظ بوضوح سيطرة وهيمنة ماليزيا على سوق الإصدارات وتعد بذلك المشارك الرئيس لتصدرها دول العالم في صناعة الصكوك وتفوقها الواضح خلال سنوات الفترة المدروسة، فقد صدر منها ما يفوق قيمته 612.3 مليار دولار تمثل حوالي 62.53% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب البلد¹، وهناك عدة عوامل ساعدت ماليزيا على ذلك، منها تطور قطاعها المالي وارتفاع سيولته وسعيها الخثيث ونشاطها المستمر نحو تعزيز وخلق سوق نشطة للصكوك بالعملة المحلية من خلال سن التشريعات وخلق البيئة المساعدة لإصدار وتداول الصكوك، إضافة إلى توافر الجاهزية الاستثمارية لدى العديد من المستثمرين سواء كانوا أفراداً أما صناديق استثمارية أما شركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية المحلية الأخرى وغيرها من المؤسسات الاستثمارية ذات الأصول المعتبرة¹.

الشكل رقم (4-4): الحصة السوقية للدول المصدرة للصكوك التي تقل عن 9000 وتزيد عن 400 مليون دولار أمريكي



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على: IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, p 57

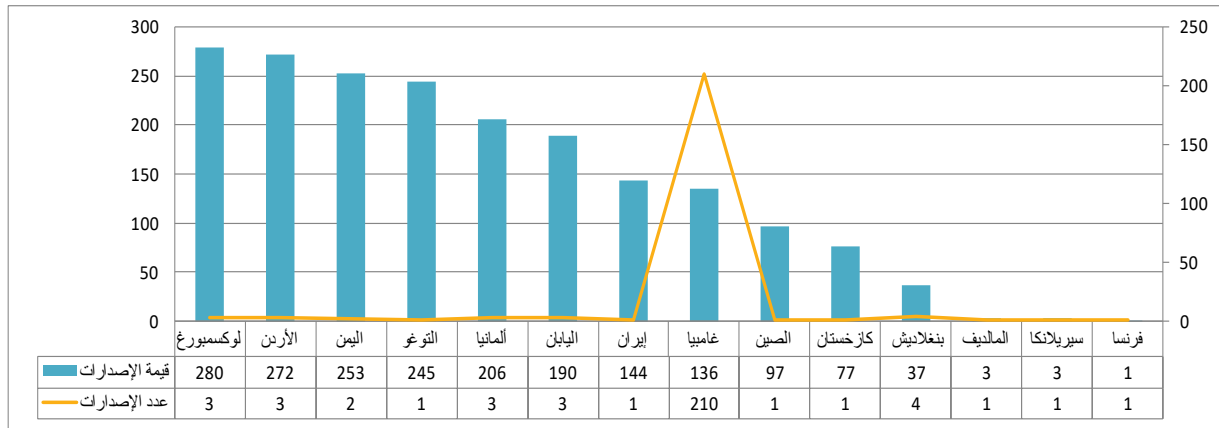
بينما احتلت باقي دول العالم حسب حصتها التقريبية في سوق الصكوك، كل من المملكة العربية السعودية والتي تحسن ترتيبها العالمي منذ عام 2016م، وجاءت في المرتبة الثانية عالمياً بنسبة 9.72% من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك حسب البلد، تليها في المرتبة الثالثة الإمارات العربية المتحدة بحصة سوقية بلغت 7.34%، وقد تراجع ترتيبها في قيادة سوق الصكوك الخليجية، نظراً لمنافسة وضخامة الإصدارات السعودية خلال عامي 2016 و2017م، وجاءت اندونيسيا في المرتبة الرابعة بنسبة 6.41% وتعتبر الدول سابقة الذكر من الأطراف الفاعلة في سوق الصكوك، بينما يمكن اعتبار مساهمة باقي الدول هامشية إلى حد ما، من أبرزها مملكة البحرين والتي تمثل إصداراتها ما نسبته 2.83% من إجمالي قيمة الإصدار العالمي للصكوك خلال الفترة المدروسة، وبهذا احتلت المرتبة الخامسة عالمياً في سوق الصكوك حتى عام 2017م تليها قطر بنسبة 2.64% ثم تركيا بنسبة 2.02% وبعدها السودان بنسبة 2% هذا من حيث الحصص السوقية للدول من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك.

¹ IIFM, sukuk Report 2018, Op-Cit, pp57-58

¹ عبد القادر زيتوني، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل، مرجع سابق، ص264. بتصرف.

أما من حيث عدد الإصدارات تبقي ماليزيا دائما في الصدارة ، حيث يصدر منها عدداً كبيراً من الصكوك كما هو مبين في الملحق رقم (01) والشكل رقم (4-3) أعلاه ومعظمها بالعملة المحلية الماليزية وبقيم صغيرة مقارنة بإصدارات الإمارات العربية المتحدة والسعودية خلال السنوات الأخيرة، ولغاية نهاية عام 2017م أصدرت ماليزيا أكثر من 5700 إصدار- بالتذكير عن توقف إصداراتها للصكوك قصيرة الأجل في عام 2015م-. كما تعد كل من البحرين وغامبيا أكثر الدول إصداراً للصكوك بعد ماليزيا (من حيث العدد)، ويرجع ذلك أن البنك المركزي في كليهما يصدر صكوك إجارة وسلم بشكل متكرر ومنتظم لتمكين المصارف الإسلامية لديها من الاستثمار في أدوات تتمتع بالسيولة من جهة وامتصاص السيولة الزائد عن حاجتها من جهة أخرى.

الشكل رقم (4-5): الحصة السوقية للدول المصدرة للصكوك -التي تقل عن 400 مليون دولار أمريكي-



المصدر: إعداد الباحثة اعتماد على: IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, p 57

بالإضافة إلى البلدان التي تولي اهتماماً متزايداً بالصكوك والأسواق المالية الإسلامية مثل (باكستان وبروناي دار السلام والكويت وسلطنة عمان وغيرها من الدول) تستفيد أيضاً البلدان غير المسلمة كذلك من سوق الصكوك وعلى سبيل المثال، إصدار ألمانية الاتحادية (سكسونيا أنهالت Saxony-Anhalt) صكوك إجارة بقيمة 123 مليون دولار أمريكي في عام 2004م، كما استفادت الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية من سوق الصكوك كشركة لويزيانا للنفط والغاز (شركة ايسست كامبرون) في عام 2006م بإصدارها صكوك مراجعة بقيمة 167 مليون دولار أمريكي، وكذلك إصدار الشركة الأمريكية جنرال إلكتريك صكوك إجارة بقيمة 500 مليون دولار أمريكي.

وهذا ما يشير إلى التزايد المستمر في عدد الدول راغبة الالتحاق بركب صناعة الصكوك سنوياً، حيث وصل عدد الدول المصدرة للصكوك خلال الفترة (2001-2017م) إلى حوالي 34 بلد، بعدما كان ينحصر في دول معينة، وهذا ما قد يبعث التفاؤل بشأن استمرار تقدم سوق الصكوك في المستقبل.

المبحث الثالث: اتجاه نمو سوق الصكوك الإسلامية حسب مستوى سوق الإصدار

نقصد بمستوى سوق الإصدار، إصدارات الصكوك على الصعيد المحلي وكذا الدولي، فالصكوك المحلية هي التي تصدر بالعملة المحلية للبلد وتكتفي باستيفاء المعايير المحلية لدولة الإصدار؛ أما الدولية هي التي تصدر بعملة دولية رائجة مثل الدولار الأمريكي وتطرح غالباً في السوق الدولية وفق معايير وشروط أكثر صرامة، خاصة ما تعلق بمتطلبات التصنيف الائتماني.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-6) أدناه سيطرة الإصدارات المحلية بحصة سوقية بلغت حوالي 78% من إجمالي سوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017م)؛ تضمنت صكوكاً ذات آجال طويلة وقصيرة مقومة بعملات مختلفة تجاوزت 26 عملة محلية، ووفقاً للملحق رقم (4-2)¹ تستحوذ ماليزيا وحدها على حوالي 73% من إجمالي سوق الصكوك المحلية، إضافة إلى ماليزيا تلعب دوراً آخرى دوراً نشطاً في إصدار الصكوك المحلية لإدارة السيولة، وتمويل البنية التحتية والخطط التنموية، وكذا تلبية الموازنة عامة لديها، من هذه الدول نجد المملكة العربية السعودية التي احتلت المرتبة الثانية عالمياً بنسبة 7.40% من إجمالي سوق الصكوك المحلية خلال الفترة (2001-2017م)، نرجع ذلك وبشكل أساسي إلى ضخامة إصداراتها المحلية عام 2017م والتي تجاوزت قيمتها 19.22 مليار دولار أمريكي لـ 21 إصداراً²، إذ تعد السعودية أحد الوافدين الجدد بقوة في عام 2017م لسوق الصكوك المحلية، تليها اندونيسيا في المرتبة الثالثة بقيمة إصدارات محلية بلغت حوالي 49.4 مليار دولار أمريكي تمثل ما نسبته 6.69% من القيمة الإجمالية العالمية للإصدارات المحلية خلال الفترة (2001-2017م)، ونرجع هذه المرتبة العالمية المتقدمة لإندونيسيا في سوق الصكوك المحلية استمرارها خلال السنوات الأخيرة من إصدار صكوك التجزئة المحلية للمستثمرين الأفراد. وتنوى دول أخرى كالبحرين تطبيق هذا النوع من الصكوك خلال السنوات القادمة. وجاءت السودان في المرتبة الرابعة عالمياً بنسبة 2.56% من قيمة إجمالي إصدارات الصكوك المحلية في الفترة المدروسة تمثل ما قيمته 19.4 مليار دولار أمريكي، حيث تتميز إصدارات السودان عن غيرها من الدول أن معظمها سيادية محلية باستثناء إصدارين سياديين عالميين منذ تأسيس سوق الصكوك لديها.

وقد سجل السوق الصكوك المحلية خلال عام 2017م ما قيمته 79.21 مليار دولار أمريكي بنسبة نمو سنوية بلغت حوالي 40% مقارنة بعام 2016م أين بلغت قيمة إصدارات الصكوك المحلية حوالي 57 مليار دولار أمريكي³.

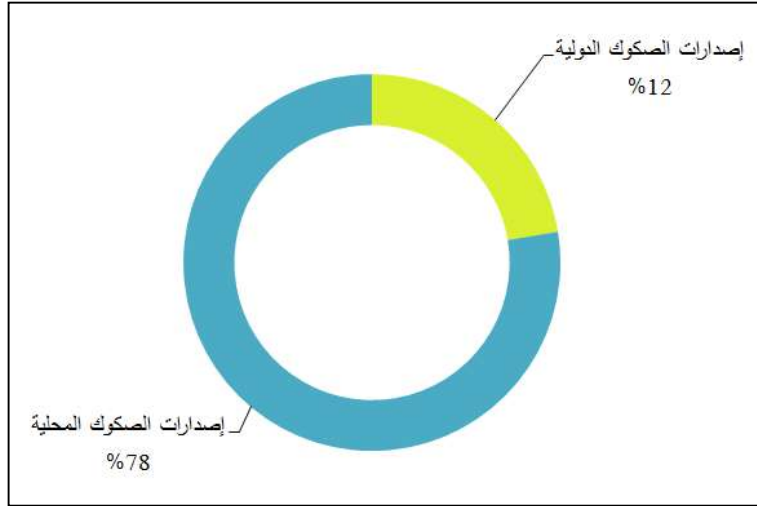
أما بالنسبة لإجمالي سوق الصكوك الدولية وعلى الرغم من كونه يشكل 22% من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك حسب مستوى الإصدار خلال الفترة (2001-2017م)، يرى الكثير من الخبراء والمتخصصين في المالية الإسلامية أنه عامل جذب ودفع حقيقي لسوق الصكوك نحو النمو، وأهم ما يميز الإصدارات الدولية عن المحلية، عادة ما تكون مقومة بالدولار الأمريكي أو بعملات عالمية أخرى مستقرة، وغالباً ما تكون ذات آجال متوسطة وطويلة تصل إلى 30 عاماً، كما أن هناك إشارة على اعتراف ماليزيا بإصدار صكوكاً دولية قد يصل عمرها الاستثماري إلى 50 عاماً خلال السنوات القادمة.

¹ أنظر الملحق رقم (4-2)

² IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, p 46.

³ Ibid, pp 45-47. And IIFM, Sukuk Report 2017, Op-Cit, p6.

الشكل رقم (4-6): نسبة إجمالي إصدارات الصكوك المحلية والدولية للفترة (2001-2017م)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp 24-25

بلغت قيمة سوق الصكوك الدولية لعام 2017م حوالي 37.65 مليار دولار أمريكي¹ بنسبة نمو سنوية تجاوزت 16% مقارنة بعام 2016م أين وصلت فيه قيمة الإصدارات الدولية حوالي 31.57 مليار دولار أمريكي²، ويعود ذلك وبشكل رئيس إلى نمو الإصدارات الدولية ذات الآجال المتوسطة والطويلة في عام 2017م، بينما استقرت قيمة الإصدارات الدولية قصيرة الآجل أساساً في إصدارات المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة (IILM) خلال عام 2017م.

أما من حيث مكانة الدول ضمن سوق الصكوك الدولية، تبعا للملحق رقم (3-4)³ نجد استحواذ دول مجلس التعاون الخليجي عالميا على هذا السوق خلال الفترة (2001-2017م) بنسبة 60% من القيمة الإجمالية للإصدارات الدولية تمثل ما قيمته 130.38 مليار دولار أمريكي. تحتل الإمارات العربية المتحدة الصدارة عالميا وخليجياً بنسبة فاقت 29% تليها المملكة العربية السعودية في المرتبة الثانية خليجاً والمرتبة الثالثة عالمياً (بعد ماليزيا) بنسبة 18% ثم قطر التي تحتل المرتبة الثالثة خليجاً والمرتبة الرابعة عالمياً (بعد اندونيسيا) بنسبة 5.22% من قيمة إجمالي الإصدارات الدولية خلال الفترة (2001-2017م). مع الإشارة أنه تم إصدار حوالي 56% من إجمالي قيمة الصكوك الدولية في عام 2017م من قبل دول منطقة الخليج التي بلغت 21.16 مليار دولار أمريكي. علماً أن ماليزيا تتمتع بحضور قوي في هذا السوق، حيث تمتلك لوحدها حوالي 25% من قيمة إجمالي سوق الصكوك الدولية منذ نشأتها يعكس ما قيمته 54.47 مليار دولار أمريكي، كما برزت اندونيسيا خلال السنوات الأخيرة كمصدر رئيسي للصكوك الدولية بلغت حصتها من إجمالي سوق الصكوك الدولية حوالي 6.16% في كامل الفترة (2001-2017م) وحوالي 8% خلال عام 2017م⁴، وصلت قيمتها التراكمية إلى 13.50 مليار دولار منذ تأسيس سوق الصكوك في عام 2001.

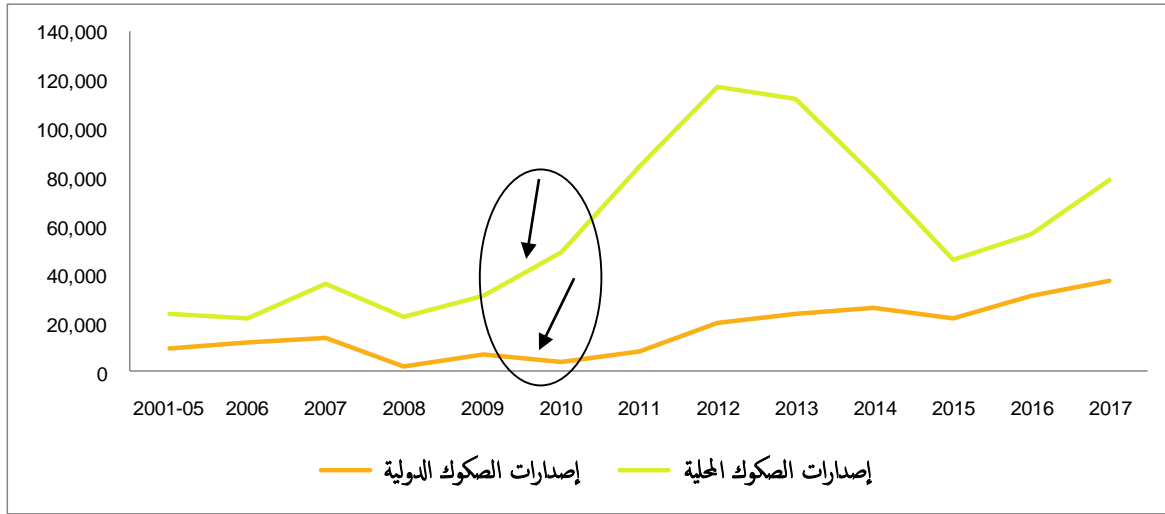
¹ IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, p43.

² IIFM, Sukuk Report 2017, **Op-Cit**, p5.

³ أنظر الملحق رقم (3-4)

⁴ IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, p41 and p43.

الشكل (4-7): تطور سوق الصكوك المحلية والدولية خلال الفترة (2001-2017م). (بالمليون دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة، اعتماداً على: IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, pp 24-25

يقودنا الشكل رقم (4-7) أعلاه إلى الملاحظة أن اتجاه تطور سوق الصكوك المحلية والدولية أخذاً تقريباً نفس وتيرة التغيرات خلال سنوات الفترة (2001-2017م)، نفس الملاحظة إذ تمت مقارنتهما مع اتجاه تطور إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً والمشار إليه سابقاً في الشكل رقم (4-2) أعلاه¹، ولكن نستثني الفترة (2009-2010م) - المؤشر عليها في الشكل (4-7) أعلاه - أين انحرف فيها اتجاه نمو إصدارات سوق الصكوك الدولية وسجل تراجعاً على عكس عما كان عليه اتجاه نمو سوق الصكوك المحلية الذي شهد انتعاشاً خلال هذه الفترة وانعكس إيجابياً على اتجاه نمو إجمالي سوق الصكوك عالمياً خلال نفس الفترة، ويرجع ذلك وبشكل رئيسي إلى أن إصدارات الصكوك أصبحت أدوات تمويل محلية بشكل أساسي، وفي المقابل تراجعت الإصدارات الدولية على إثر أزمة الائتمان والسيولة التي ضربت العالم نتيجة تركيز مصدرها الصكوك على أسواقهم المحلية حيث تتوافر السيولة وتقوى الشهية على الأدوات المتوافقة مع الشريعة وابتعادهم عن الأسواق العالمية لفقدانهم الثقة فيها، كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، مما ساهم في تعميق الفارق بين إجمالي الإصدارات المحلية والإصدارات الدولية، وأصبح اتجاه نمو سوق الصكوك تقوده الإصدارات المحلية.

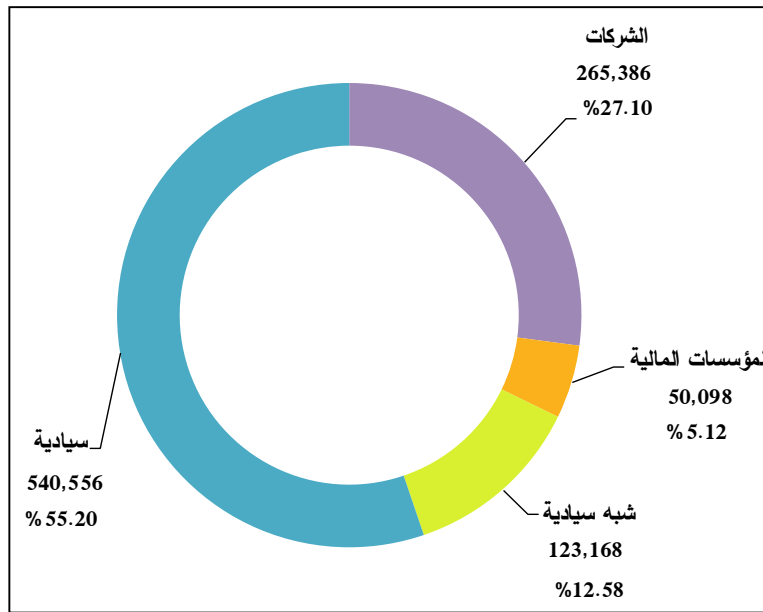
4- المبحث الرابع: توزيع إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار

نستعرض من خلال ما سيأتي حصة سوق الصكوك حسب طبيعة جهة الإصدار وتطوراتها الأساسية منذ انطلاق السوق الصكوك في عام 2001م، ووفقاً لهذا المعيار يمكن التمييز بين أربعة (04) أنواع من جهات الإصدار متمثلة في: إصدارات الشركات، إصدارات الهيئات (المؤسسات) المالية* والإصدارات السيادية وكذا الإصدارات الشبه سيادية.

¹ أنظر ص 179

* صكوك المؤسسات المالية: هي تلك الصكوك التي تصدرها الهيئات المالية المتمثلة أساساً في البنوك والغرض من إصدارها للصكوك إدارة السيولة وتلبية متطلبات كفاية رأس المال وفقاً لمعايير بازل (3)، وأحياناً استثمار حصيلة الصكوك في مشاريع مدرة لدخل بالوكالة.

الشكل رقم (4-8): حصة إصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م). (بالمليون دولار أمريكي)



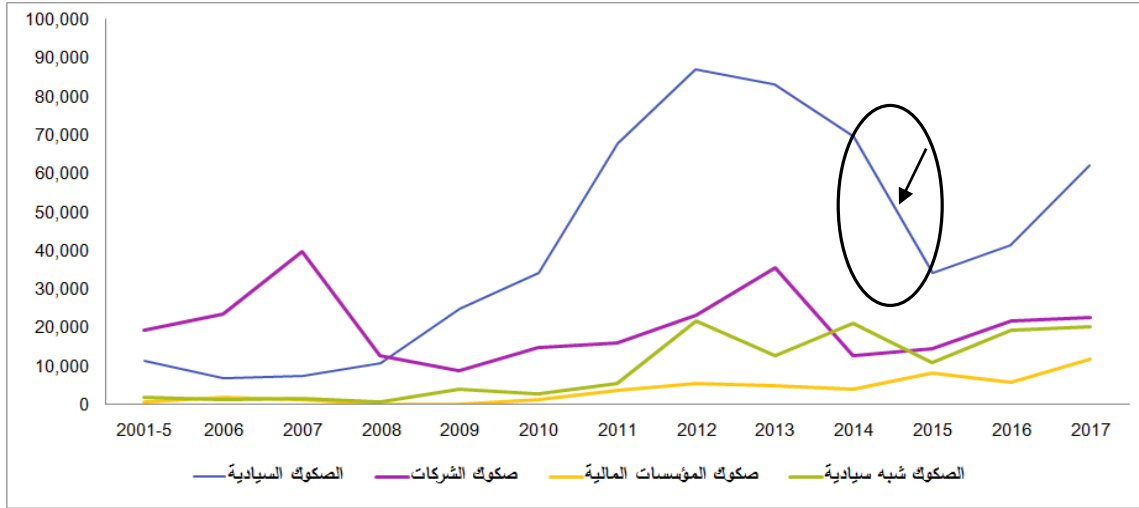
المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على: IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, pp: 32-34

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-8) أعلاه، استحوذ الصكوك السيادية على حوالي 55% من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك حتى 2017م، تعكس ما قيمته 540.56 مليار دولار أمريكي، ويرجع ذلك وبشكل أساسي إلى الإصدارات السيادية من قبل حكومات دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا وغيرها من دول شرق آسيا، خاصة عقب الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث مال نموها للاستقرار خلال كامل الفترة المدروسة، ماعدا في الفترة (2014-2015م) وتحديدا خلال العامين 2014م و2015م -المشار إليها في الشكل (4-9) الموضح أدنا-. حيث انخفضت الإصدارات السيادية بشكل ملحوظ، ويعد أول تراجع بهذا الحجم في سوق الإصدارات السيادية خلال الفترة (2001-2017م) بنسبة تراجع بلغت حوالي 51%، نزلت عندها قيمة الإصدارات من حوالي 70 مليار دولار أمريكي في عام 2014 إلى 34.1 مليار دولار في عام 2015م، أي بقيمة تراجع وصلت إلى حوالي 35.42 مليار دولار أمريكي¹. يمكن تفسير ذلك إلى تراجع أسعار النفط خاصة خلال (2014-2015م) باعتباره محرك اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، إضافة إلى توقف بنك ماليزيا المركزي (بنك نيجارا ماليزيا) عن إصدار صكوكها السيادية المحلية قصيرة الأجل. ولكن بتعافي أسعار النفط واستقرارها خلال العامين المواليين (2016-2017م) سرعان ما تعافت معه قيمة إجمالي إصدارات الصكوك السيادية مدعومة وبشكل أساسي بالإصدارات السيادية السعودية الضخمة (المحلية والدولية)، التي وفرت قاعدة قوي لسوق الصكوك في عام 2017م.

كما يُظهر الشكل (4-9) أدناه الموضح لاتجاه تطور إجمالي قيمة إصدارات الصكوك حسب طبيعة جهة الإصدار خلال الفترة (2001-2017م)، مدى متانة سوق الصكوك السيادية والتي يمكن اعتبارها كقاعدة قوية وصامدة أمام الهزات (الصدمات) الاقتصادية العالمية، ولكنه مرتبط بشكل ما باقتصاديات النفط خاصة خلال العقد الأخير.

¹ IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, p 32.

الشكل رقم (4-9): تطور إصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م). (بالمليون دولار أمريكي)



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على: IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, pp32-33

بينما حلت إصدارات الشركات في المرتبة الثانية عالمياً بنسبة وصلت إلى 27% من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك بحسب جهة الإصدار خلال الفترة (2001-2017م) بقيمة تقدر بـ 265.39 مليار دولار أمريكي، كما هو موضح في الشكل (4-8) أعلاه، بعدما كانت الشركات المساهم الأكبر والمسيطر في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008م، وهو ظاهر في الشكل (4-9) الموضح أعلاه¹، وبذلك أفسحت هذه الأزمة المجال للكيانات الحكومية (السيادية) على حساب الشركات، حيث بات المستثمرين أقل ثقة بالقطاع الخاص كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية 2008م.

إذ نجد أن الاتجاه العام لتطور قيمة إجمالي إصدارات الصكوك في قطاع الشركات يتبع السلوك العام للظروف الاقتصادية العالمية السائدة، ويمتاز بالتقلب مقارنة بالصكوك السيادية، وهو ما نلاحظه من خلال الشكل (4-9) الأخير أعلاه، حيث أظهرت صكوك الشركات انتعاشاً (نموً إيجابياً) عند الظروف الاقتصادية العالمية الجيدة، بينما سجلت تراجعاً خلال فترات الركود الاقتصادي العالمي، ويتضح ذلك من خلال الشكل (4-9) ببلوغ قيمة إجمالي إصدارات صكوك الشركات ذروتها خلال عدة فترات من أهمها: 2007 و2010 و2013م بنسبة نمو بلغت 70% و67% و52% على الترتيب، تلتها فترات تدهور قياسية أهمها ما سجل في عامي 2008م و2014م، حيث تراجع إصدارات الشركات بنحو 68% و64% على التوالي، ويعد هذا الانخفاض في معدل نمو قيمة إصدارات الشركات استجابة للركود الاقتصادي العالمي السائد آنذاك، وهو مماثلاً لتأثير قطاع الشركات في الاقتصاد التقليدي، حيث تضطر الشركات إلى خفض نفقاتها ومشاريعها التوسعية والتطويرية²

ولكن ما نلاحظه خلال ثلاثة السنوات الأخيرة التي تلت مباشرة عام 2014م، عودة النمو الإيجابي والمستمر في قيمة إجمالي إصدارات صكوك الشركات، بلغت ذروتها عام 2016م لتصل قيمتها إلى 21.65 مليار دولار أمريكي بنسبة زيادة تقدر بحوالي 47% مقارنة بعام 2015م، ما يعطي نظرة تفاؤلية للقطاع وسوق الصكوك ككل في المستقبل.

¹ Ibid, p33.

² اعتماداً على: عبد القادر زيتوني، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل، مرجع سابق، ص261. و IIFM, sukuk Report 2018, Op-Cit, p33.

بينما احتلت حصة الإصدارات الشبه السيادية البالغة قيمتها 123.17 مليار دولار أمريكي المرتبة الثالثة بنسبة 12.56% من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك عالمياً خلال الفترة (2001-2017م) حسب ما هو مبين في الشكل (4-8). بينما يظهر الشكل (4-9) أعلاه أن الاتجاه العام للتطور الإصدارات شبه سيادية شهد تناوباً بين الارتفاع والانخفاض - فترات ارتفاع تتبعها فترات انخفاض - في قيمة الإصدارات الشبه السيادية خلال الفترة المدروسة مستقل عن الأوضاع الاقتصادية العالمية، أي شهد فترات انخفاض وارتفاع ليست لها علاقة بالحالة الاقتصادية العالمية السائدة خلال سنوات الفترة (2001-2017م)، وقد سجلت إصدارات هذا القطاع أعلى قيمة لها - الذروة - في عام 2012م وصلت إلى 21.65 مليار دولار بنسبة نمو بلغت 292% مقارنة بعام 2013م، ويرجع ذلك لعدد الإصدارات الضخمة من قبل شركة (Plus Berhad) البالغة قيمتها 9.7 مليار دولار أمريكي، وكذلك إصدار كل من الشركتين السعوديتين، والمتمثلة في: إصدار الشركة السعودية للكهرباء بقيمة 1.75 مليار دولار، وإصدار الهيئة العامة للطيران المدني بقيمة 4 مليارات دولار أمريكي. وللإشارة فإنه من بين أهم المساهمين في سوق الإصدارات الشبه سيادية خلال الفترة (2004-2011م) كان يتمثل أساساً في إصدارات وزارة المالية الماليزية (khazanah Nasional) وبنك التنمية الإسلامي بجدة¹.

بالانتقال إلى قطاع الصكوك الصادرة عن المؤسسات المالية، نلاحظ مساهمتها بحصة سوقية أقل مقارنة مع قيمة إصدارات باقي القطاعات الأخرى خلال الفترة (2001-2017م). كما هو مبين في الشكل (4-8) أعلاه، بنسبة 5.12% تمثل ما قيمته 50.1 مليار دولار أمريكي، وقد يرجع ذلك إلى الطبيعة المميزة للقطاع وحجمه مقارنة بحجم القطاعات الأخرى مجتمعة ضمن سوق الصكوك ككل، وأهم ما يميز إصدارات هذا القطاع اعتماد معظمها في تحديد عوائدها على معدل عائم (متغير)، وهي سياسة ملائمة لإدارة الموازنة العامة لديها، وعلى الرغم من اعتماد المؤسسات المالية على إصدار الصكوك لأغراض إدارة السيولة، غير أنه ومن عام 2010م، أصبحت المؤسسات المالية خاصة الدولية منها أكثر نشاطاً كمصدرين للصكوك ليس فقط لإدارة السيولة بل أيضاً لتلبية متطلبات كفاية رأس المال وفق معايير بازل (3)².

حسب ما هو مبين في الشكل (4-9) يظهر جلياً التغير الحاصل في الاتجاه العام لتطور إجمالي إصدار صكوك المؤسسات المالية منذ عام 2010م، حيث شهد شبه استقرار لكنه تميز بالانخفاض خلال الفترة (2001-2009م) ثم سجل قفزة نوعية في عام 2010م، بلغت قيمة إصداراته حوالي 1.4 مليار دولار أمريكي تجاوزت عندها نسبة نمو 600% مقارنة بعام 2009م، ويرجع ذلك لقيام العديد من البنوك في عدد من الدول خاصة الخليجية على وجه التحديد إصدار صكوك بازل (3) الداعمة للشريحة الأولى والثانية مع اقتراب الموعد النهائي لتطبيق متطلبات بازل (3) في عام 2019م، لذلك نتوقع أن يستمر هذا القطاع في إصدار المزيد من الصكوك المتوافقة مع بازل (3) خلال السنوات القادمة 2018-2019م، والدليل على ذلك ارتفاع قيمة الصكوك الصادرة عن قطاع المؤسسات المالية خلال عام 2017م البالغة قيمتها حوالي 11.9 مليار دولار أمريكي بنسبة نمو تجاوزت 100% مقارنة بعام 2016م³.

أما من حيث توزيع حصص جهات الإصدار على مستوى سوقي الصكوك الدولية والمحلية، فإننا نلاحظ أهم ما يلي:
بالنسبة لسوق الإصدارات الدولية المبين في الشكل (4-10) أدناه، نلاحظ تولي المصدرون الشبه سياديون الريادة على المستوى الدولي بقيمة 71.47 مليار دولار أمريكي تعكس ما نسبته 33% من إجمالي إصدارات الصكوك الدولية للفترة (2001-2017م)⁴.

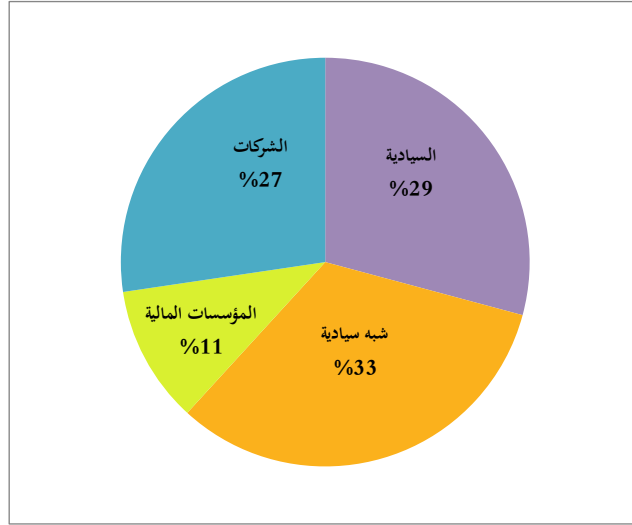
¹ IIFM , Sukuk Report 2018 , Op-Cit, p34.

² Idem.

³ Idem.

⁴ IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, pp 36-37. And IIFM, Sukuk Report 2017, Op-Cit, p17 .

الشكل (4-10): إجمالي إصدارات الصكوك الدولية حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م)

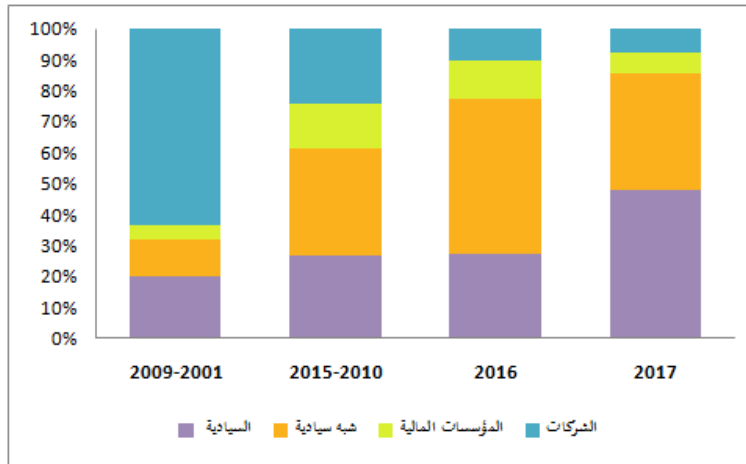


المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على:

IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp 36-37. And IIFM, Sukuk Report 2017, **Op-Cit**, p17

ولكن الملاحظ كما هو مبين في الشكل (4-11) أدناه أن التنافس بين الصكوك الشبه سيادية وغيرها من جهات الإصدار على الحصة السوقية الدولية قد مر بالتقلب خلال سنوات الفترة (2001-2017م).

الشكل رقم (4-11): حصة جهات الإصدار من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك الدولية للفترة (2001-2017م)



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على:

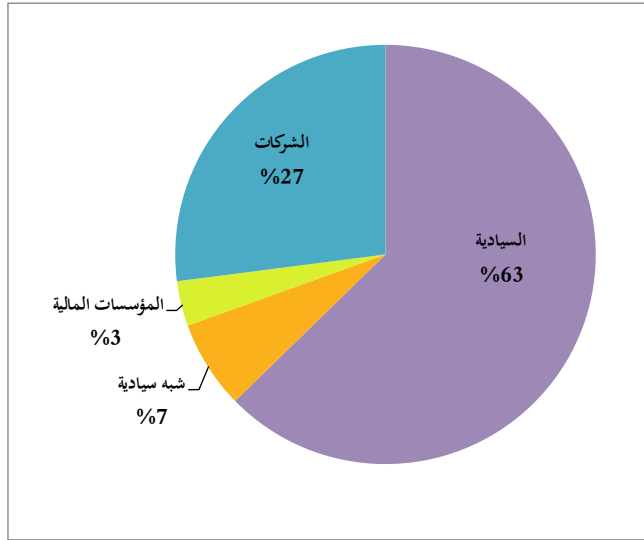
IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp 36-37. And IIFM, Sukuk Report 2017, **Op-Cit**, p17

فقد كانت الغلبة للصكوك الشركات خلال الفترة (2001-2009م) وخاصة قبيل الأزمة المالية العالمية 2008م، سواء على مستوى السوق الدولية أين بلغت قيمتها 28.44 مليار دولار أمريكي تمثل ما نسبته 64% من إجمالي الإصدارات الدولية¹ خلال تلك

¹ **Idem.**

الفترة أو على مستوى السوق المحلية بقيمة 75.55 مليار دولار أمريكي أي بنسبة 56% من إجمالي الإصدارات المحلية لنفس الفترة (2001-2009م)¹ - هذه الأخيرة موضحة في الشكل (4-12) أدناه-، لتستحوذ بعد ذلك الجهات الشبه سيادية على سوق الصكوك الدولية بحوالي 38% خلال سنوات الفترة (2010-2016م)²، ولكنها تراجعت عن الصدارة وحلت مكانها الإصدارات السيادية في المرتبة الأولى بقيمة تقدر بـ 18.1 مليار دولار أمريكي تمثل ما نسبته 48% من إجمالي إصدارات الصكوك الدولية خلال عام 2017م³، ونرجع ذلك إلى ضخامة الإصدار السيادي السعودي في أبريل 2017م.

الشكل رقم (4-12): إجمالي إصدارات الصكوك المحلية حسب جهة الإصدار للفترة (2001-2017م)



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على:

IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp 35-36. And IIFM, Sukuk Report 2017, **Op-Cit**, p16

أما بالنسبة لسوق الصكوك المحلية، وحسب ما يُظهره الشكل رقم (4-12) أعلاه، نلاحظ سيطرة الإصدارات السيادية البالغ قيمتها 476.59 مليار دولار أمريكي تعكس ما نسبته 63% من إجمالي قيمة سوق الصكوك المحلية خلال الفترة (2001-2017م)، تليها في المرتبة الثانية إصدارات صكوك الشركات بنسبة 27% بحصة سوقية تقدر قيمتها بحوالي 205.48 مليار دولار أمريكي بعدما كانت صاحبة السبق خلال الفترة (2001-2009م) - وهو ما تمت الإشارة إليه سابقاً-، وقد بدأت حصتها (صكوك الشركات) في التراجع وبشكل كبير في السوق المحلية عقب الأزمة المالية العالمية 2008م، وهو ما يظهره الشكل (4-13) أدناه⁴، ولكن أقل حدة مقارنة بنسبة تراجع حصتها في سوق الصكوك الدولية- يمكن الرجوع إلى الشكل (4-11) أعلاه. السبب وراء هذا التراجع سواءً على مستوى سوق الإصدارات الدولية أو المحلية ضعف ثقة المستثمرين بالقطاع الخاص، كإحدى تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م. على إثر ذلك التضاؤل في حجم إصدارات صكوك الشركات حلت الصكوك الشبه سيادية في صدارة سوق الإصدارات الدولية، بينما برزت إصدارات الصكوك السيادية وبشكل مطرد في سوق الصكوك المحلية، حيث قفزت مساهمتها في هذه الأخيرة من حوالي 39% خلال الفترة (2001-

¹ IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp 35-36. And IIFM, Sukuk Report 2017, **Op-Cit**, p16.

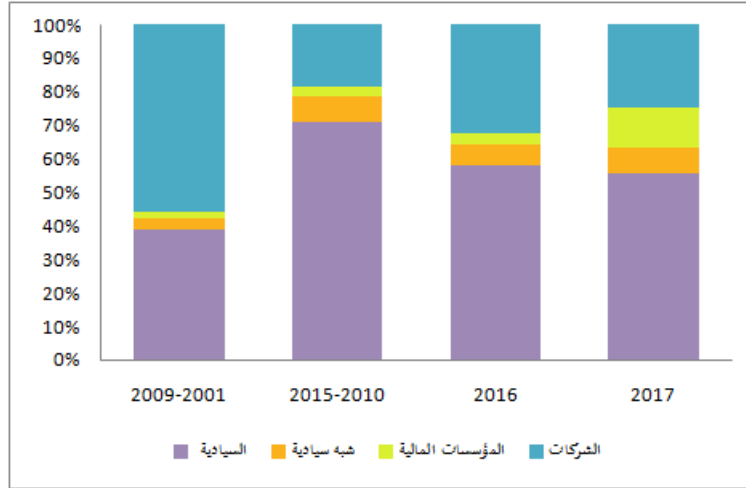
² **Ibid**, pp 36-37

³ **Ibid**, p37.

⁴ **Ibid**, pp 35-36. And IIFM, Sukuk Report 2017, **Op-Cit**, p16.

2009م) إلى نسبة مساهمة تقدر بحوالي 71% من إجمالي قيمة الإصدارات المحلية خلال الفترة (2010-2015م)، وقد وصلت إصدارات الصكوك السيادية سيطرتها على سوق الصكوك المحلية خلال عامين 2016م و2017م بمعدل مساهمة تجاوزت 56%¹، ويأتي ذلك على خلفية ضخامة الإصدارات السيادية المحلية لدول مجلس التعاون الخليجي، من أهمها الإصدار السيادي السعودي المحلي الكبير في عام 2017م.

الشكل (4-13): حصة جهات الإصدار من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك المحلية للفترة (2001-2017م)



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على: IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp35-36. And IIFM, Sukuk Report 2017, **Op-Cit**, p16

كما تجدر الإشارة أن مساهمة الصكوك الشبه سيادية صاحبة المركز الثالث ضمن سوق الصكوك المحلية، كانت ضئيلة بنسبة 7% وهو ظاهر في الشكل (4-12) أعلاه، على عكس ما كانت عليه في سوق الصكوك الدولية والتي عرفت تطوراً محسوساً خاصة خلال الفترة (2010-2017م).

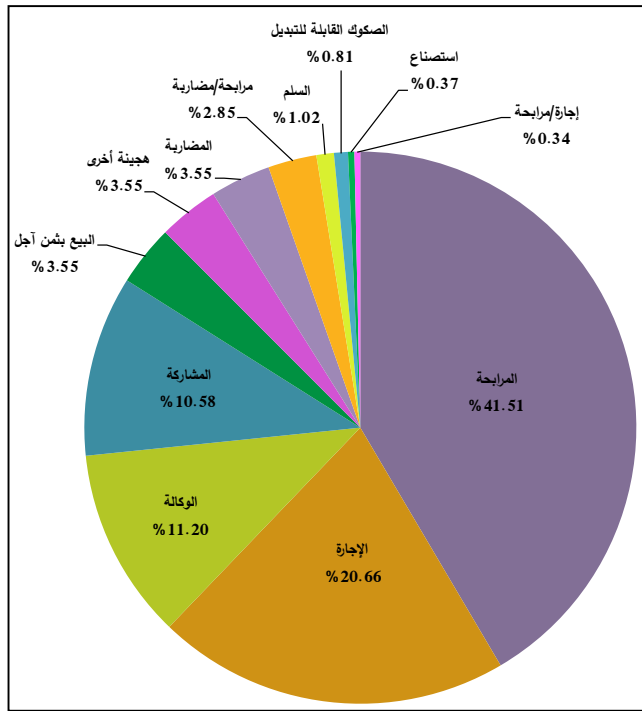
وعليه يمكن أن نستنتج، بناء على الظروف الاقتصادية وجيو سياسية المتوترة في العديد من أنحاء العالم، أنه من المتوقع خلال السنوات القادمة سيظل نمو سوق الصكوك على المستوى المحلي مدفوعاً -مدعوماً- بالمصدرين السياديين، أما على المستوى الدولي ستقوده الإصدارات الشبه سيادية.

¹ IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp35-36.

المبحث الخامس: تحليل تركيبية سوق الصكوك الإسلامية حسب هيكل الإصدار¹

بتحليلنا لتركيبية سوق الإصدار عالمياً من حيث صيغ التمويل الإسلامية المعتمد في هيكله الصكوك، نلاحظ أنه تم تطبيق صيغ تمويلية مختلفة لهيكلتها يمكن تصنيفها في أربعة مجموعات رئيسية هي: الصكوك المبنية على البيع (بما في ذلك المراجحة، والبيع بثمن آجل، والاستصناع، والسلم)؛ والصكوك المبنية على التأجير (الإجارة)؛ والصكوك المبنية على الشراكة (بما في ذلك المشاركة، والمضاربة، والوكالة بالاستثمار)؛ والصكوك المبنية على العقود المركبة أو الهجينة (من أهمها المراجحة والمضاربة، والإجارة والمراجحة أو/ الاستصناع). ووفقاً لما هو مبين في الشكل (4-14) أدناه، نلاحظ أهم ما يلي:

الشكل رقم (4-14): إجمالي إصدارات الصكوك حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م).



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على: IIFM, Sukuk Report 2018, Op-Cit, pp 51-57

سيطرة هيكله المراجحة بحصة سوقية تبلغ قيمتها 406.48 مليار دولار أمريكي تمثل نسبة 41.51% من إجمالي إصدارات سوق الصكوك حسب هيكل الإصدار خلال الفترة (2001-2017م)، حيث حافظت على مكانتها باعتبارها الهيكل المفضلة لدى المصدرين خاصة المحليين منذ عام 2011م، بعدما كانت تحتل المرتبة الثالثة بعد صيغتي الإجارة والمشاركة خلال الفترة (2002-2010م). بينما احتلت هيكله الإجارة المرتبة الثانية عالمياً بحصة سوقية تقدر بحوالي 202.30 مليار دولار أمريكي تمثل نسبة 20.66% من إجمالي سوق الصكوك حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م). علماً أنه خلال الفترة (2002-2005م) أخذت الصكوك المبنية على التأجير زمام المبادرة، وكانت تمثل 76% من إجمالي إصدارات سوق الصكوك حسب هيكل الإصدار في تلك الفترة، بعدما

¹ اعتماداً على: سليمان ناصر، وربيعه بن زيد، الصكوك الإسلامية "الواقع والتحديات"، مجلة دراسات المالية والمصرفية، عدد متخصص رقم (80)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عمان، الأردن، جانفي 2013م، ص ص 58-57 و 51-57، IIFM, sukuk Report 2018, Op-Cit, pp51-57. بتصرف.

كانت تسيطر عليه الصكوك المبنية على البيوع (منها المرابحة على وجه الخصوص) في السنوات الأولى لبدايات سوق الصكوك وكانت كلها صادرة عن السوق الماليزية. كما استعادت هيكله الإجارة المسيطرة على هيكل إصدارات الصكوك من جديد في سنتين التي تلت مباشرة الأزمة العالمية 2008م، بعد هيمنة صيغة المشاركة على سوق إصدارات الصكوك خلال الفترة (2006-2008م)، ويرجع ذلك باعتبار صيغة الإجارة الأسلوب المفضل لدى الجهات الإصدار وإقبال المستثمرين عليها لعائدها المضمون والمستقر نسبياً مقارنةً بهياكل الصكوك الأخرى، كما لم يكن في تلك الفترة جدلاً فقهيًا يذكر حولها بعد.

في حين احتلت هيكله الوكالة في المرتبة الثالثة عالمياً ضمن إجمالي إصدارات الصكوك حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م)، لتبرز كهيكل إصدار جديدة التفضيل لدى مصدري الصكوك منافسةً لهياكل إصدارات الصكوك التقليدية الأخرى، حيث قفزت حصتها إلى نسبة 11.20% لكامل الفترة (2001-2017م)، بعد ما كانت لا تتعدى حصتها 4% خلال الفترة (2005-2012م).

وقد جاءت في المرتبة الرابعة هيكله المشاركة بنسبة وصلت إلى حوالي 10.60% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك بحسب هيكله الإصدار، بعد ما كانت صاحبة الصدارة في عام 2006م وبلغت ذروتها في عام 2007م بنسبة وصلت إلى 73% من إجمالي الصكوك الصادرة، غير أن هذه الهيكله عرفت في عام 2008م انخفاضاً حاداً، ولم تمثل سوى 38% من الصكوك التي تم إصدارها، ولكنها رغم ذلك بقيت في الصدارة خلال كامل الفترة (2006-2008م)، نرجع ذلك لضخامة الإصدارات في السنتين التي سبقت الأزمة العالمية 2008م، ومنهم من يرجع ذلك الاندثار لهيكله الشراكة في إصدارات الصكوك وبشكل رئيسي إلى تصريح الشيخ تقي عثمانى بأن 85% من الصكوك المبنية على المشاركات من مشاركة ومضاربة غير شرعية لعدم مطابقتها للشرعية، لذا انصرف المستثمرون عنها، وتراجعت حصصها بشكل كبير ومستمر في سوق إصدارات الصكوك خلال السنوات التي تلت مباشرة هذا التصريح، ومن وجهة نظرنا نرى أن هناك عوامل أخرى ساهمت في هذا التراجع إضافة لما سبق ذكره منها، حجم المخاطر التي قد تتضمنها هذه الهيكله مقارنةً مع بنية هياكل الصكوك الأخرى، بالإضافة إلى تبعات الأزمة المالية العالمية 2008م، التي غيرت من سلوك المستثمرين والمصدرين حول الهياكل التمويلية الأكثر قبولاً في إصدارات صكوكهم.

بينما جاءت في المرتبة الخامسة الصكوك الصادرة على أساس مزيجاً من العقود والمعروفة "بالصكوك المركبة أو الهجينة" بقيمة إجمالية بلغت حوالي 66 مليار دولار أمريكي والتي تمثل نسبة 7% من إجمالي سوق الصكوك حسب هيكل الإصدار خلال الفترة (2001-2017م). حيث تعود الحصة الأكبر منها بنسبة 43% من إجمالي إصدارات الصكوك الهجينة إلى الصكوك المركبة الصادرة على أساس صيغتي (المضاربة والمرابحة) بقيمة بلغت حوالي 28 مليار دولار أمريكي والتي تمثل حوالي 3% من إجمالي إصدارات الصكوك حسب هيكل الإصدار خلال الفترة (2001-2017م)، يرجع الجزء الأكبر منها وبشكل أساسي إلى الإصدار السعودي السيادي الضخم في عام 2017م، بينما توزعت باقي النسبة على صكوك المركبة من إجارة والمرابحة بنسبة 0.34% وباقي النسبة على الصكوك الهجينة الأخرى.

واحتلت صكوك البيع بثمان آجل المرتبة السادسة بنسبة وصلت إلى 3.55% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م)، والتي تعكس ما يقارب 35 مليار دولار أمريكي. أما إذا اعتبرنا صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمان آجل يدخلان ضمن هيكله واحدة، والاختلاف بينهما يمكن في أجل الاستحقاق فقط، فهذا تبقى صكوك المرابحة تحتل الصدارة ولكن بفارق أكبر عما كانت عليه، حيث تصبح قيمتها الإجمالية تقدر بحوالي 442 مليار دولار أمريكي تمثل ما نسبته 45.1% من إجمالي إصدارات الصكوك بحسب النوع (هيكل الإصدار) للفترة (2001-2017م)، مما يشير إلى ارتفاع الحصة السوقية للإصدارات

المبنية على أساس عقود المدائيات مقارنة مع حصص أنواع هياكل الإصدار الأخرى، وهذا يعد مخالفا لتوجيهات وتوصيات المجامع الفقهية والهيئات الشرعية، حيث أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA) في قراره رقم (05) الصادر عن دورته الرابعة المنعقدة في عام 1988م إمكانية تصكيك عقود المدائيات مثل المراجعة والاستصناع، ولكن في أدنى الحدود الممكنة وبصفة استثنائية، وذلك أخذاً في الاعتبار الظروف الواقعية التي يمر بها التمويل الإسلامي. وما قد تستلزمه عمليات التصكيك من إعادة هيكلة حزمة الأصول المالية المساندة للصكوك بمرونة¹.

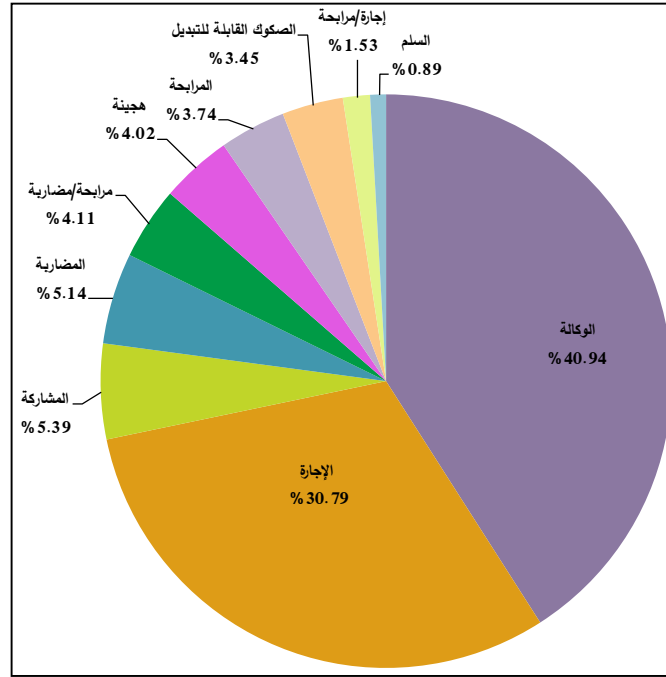
أما بالنظر لتكيفية إجمالي سوق الصكوك بحسب هيكل الإصدار من زاوية مستوى السوق نجد ما يلي:

فيما يتعلق بسوق الصكوك الدولية وكما هو موضح في الشكل (4-15) أدناه، فقد كانت صكوك الإجارة تاريخياً هي الهيكل الأكثر شعبية لإصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة (2001-2014م)، حيث بلغت حصتها في السوق الدولية ما قيمته 21 مليار دولار أمريكي تمثل نسبة قدرها 47% من إجمالي الصكوك المصدرة على المستوى الدولي خلال الفترة (2001-2009م) ونسبة 44% في المتوسط للفترة (2010-2014م)، غير أن هذه الهيكلية (الإجارة) سجلت تراجعاً مفاجئاً في عام 2015م، بلغت نسبة مساهمتها في السوق الدولية آنذاك حوالي 14% بقيمة تقدر بحوالي 3 مليار دولار أمريكي، بعدما كانت تقدر حصتها السوقية بحوالي 20.61 مليار دولار أمريكي في عام 2014م، لتبرز محلها صكوك الوكالة كتفضيل جديد من قبل المصدرين الدوليين الشبه سياديين، فصكوك الوكالة من خلال الممارسة الفعلية لها تمثل مزيجاً من صيغتي الإجارة والمراجعة (هيكلية هجينة) تمنح لمصدرها المرونة من حيث التقليل من مشكلة نقص الأصول المتاحة لعميلة التصكيك، وبذلك سجلت صكوك الوكالة قفزة نوعية في حصتها السوقية بلغت 63% من إجمالي سوق الإصدارات الدولية في عام 2015م، بعدما كانت تمثل حوالي 33% في المتوسط خلال الفترة (2001-2014م)، وبلغت ذروتها في عام 2016م، عندما سجلت نسبة مساهمة وصلت إلى 75% من إجمالي سوق الإصدارات الدولية بحسب هيكل الإصدار، غير أنها سجلت تراجعاً طفيفاً في عام 2017م، لكنها بقيت متصدرة سوق الإصدارات الدولية بحسب هيكل الإصدار بنسبة مساهمة بلغت 51% تمثل ما قيمته 19.25 مليار دولار أمريكي، وقد يكون سبب هذا التراجع دخول هيكلية منافسة جديدة إلى سوق الإصدارات الدولية وبحصة معتبرة متمثلة في الصكوك الهجينة المركبة من صيغتي المراجعة والمضاربة بنسبة مساهمة بلغت في أول تجربة لها نسبة 24% من إجمالي إصدارات الصكوك الدولية خلال عام 2017م.

أما بخصوص إصدارات سوق الصكوك المحلية حسب هيكل الإصدار. وكما هو موضح في الشكل (4-16) أدناه، يظهر أن سوق الصكوك المحلية حسب هيكل الإصدار له تقريباً نفس تركيبة إجمالي سوق الصكوك من حيث الهيكلية خلافا لسوق الصكوك الدولية، حيث تعد صيغة المراجعة ثم الإجارة من أكثر هياكل الصكوك تفضيلاً لدى الجهات المصدرة على المستوى المحلي، إذ تعتمد الجهات الشبه سيادية والشركات والمؤسسات المالية في أسواق الإصدار المحلية بالإضافة إلى صيغة المراجعة والإجارة على الصيغ الأخرى في هيكلية إصداراتها، كالمشاركة والمضاربة والوكالة على نطاق واسع في السنوات الأخيرة، في حين يميل المصدرون السياديون أكثر إلى استخدام المراجعة أكثر من أي هيكلية أخرى على المستوى المحلي، وقد يرجع ذلك لسهولة هيكلتها وانخفاض مخاطرها.

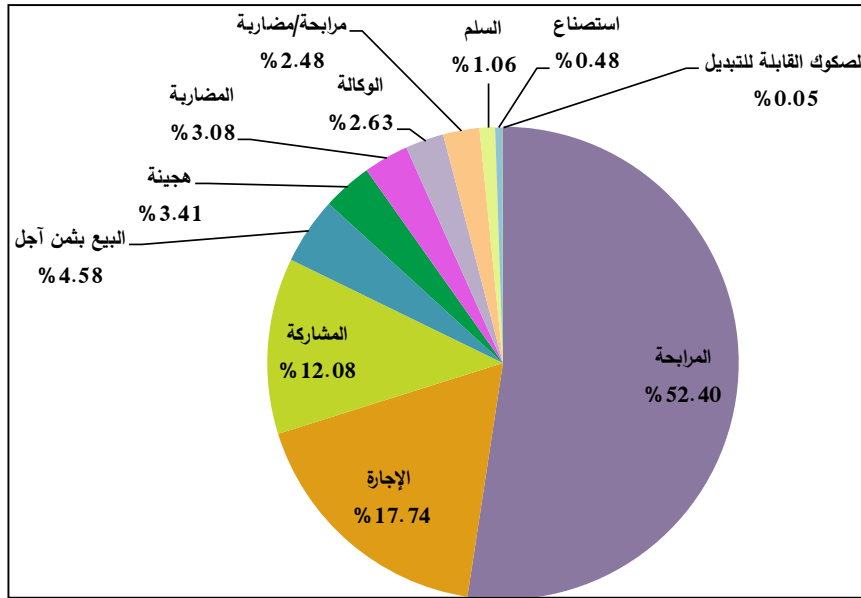
¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)، قرار رقم 30 (4/3) بشأن سندات المقاضاة وسندات التنمية الاستثمار، نقل عن: عبدالرحمن يسرى احمد، تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها، ورقة بحثية متاحة على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/09.ppt>، تاريخ التحميل: 2019/07/24، ص 12.

الشكل رقم (4-15): إجمالي إصدارات الصكوك الدولية حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م).



المصدر: إعداد الباحثة اعتماد على: IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp 51-53

الشكل رقم (4-16): إجمالي إصدارات الصكوك المحلية حسب هيكل الإصدار للفترة (2001-2017م).



المصدر: إعداد الباحثة اعتمادا على: IIFM, Sukuk Report 2018, **Op-Cit**, pp 54-56

بناء على العرض الإحصائي لتطور سوق الصكوك، من عدة جوانب ومستويات، يمكن أن نخلص:
بالفعل يعد سوق الصكوك من أبرز التطورات الحديثة في النظام المالي الإسلامي، استناداً إلى معدلات النمو المستمرة خلال فترة الدراسة، إلا أن أهم ما نسجله هيمنة هياكل الصكوك المبنية على البيوع (المداينات) والإجارة على المستوى الإصدارات المحلي والدولي، بينما يعد استخدام عقود المشاركات القائمة على المشاركة وتقاسم الأرباح في سوق الصكوك محدود جداً، رغم أن من وجهة نظر كبار العلماء والمتخصصين في المالية الإسلامية - كالشيخ محمد تقي عثمانى - أن النمط المثالي للتمويل وفقاً للأحكام الشرعية هو المضاربة أو المشاركة، إذ نعتقد أن الاعتماد أكثر على عقود المشاركات في هيكلة الصكوك سيجعل الأطراف من مصدرين مؤسسات مالية وأصحاب المشاريع (التمولين) أكثر مسؤولية لأنهم سوف يقيمون المخاطر بعناية أكبر وبكفاءة أعلى. وتبعاً لذلك ستمتدح الأسواق بمزيد من الاستقرار والعدالة .

خلاصة الفصل

تناولنا في هذا الفصل تحليل واقع تطور سوق الصكوك منذ نشأته في عام 2001م إلى غاية نهاية عام 2017م، من عدة جوانب. الجانب الأول يتعلق بالتعرف على الاتجاه الكمي لتطور إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً؛ والثاني يختص بالتوزيع الجغرافي لسوق الصكوك؛ أما الثالث تناولنا فيه اتجاه نمو سوق الصكوك على الصعيد المحلي وكذا الدولي؛ بينما تضمن الجانب الرابع حصة إجمالي سوق الصكوك حسب جهة الإصدار؛ وتعرضنا في الجانب الأخير من هذا الفصل إلى تركيبة إجمالي سوق الصكوك حسب هيكل الإصدار، ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها ما يلي:

✓ يعد سوق الصكوك أحد القطاعات الأكثر نمواً مقارنة بباقي قطاعات صناعة الخدمات المالية الإسلامية، بنسبة نمو فاقت 18.6% في عام 2017م متفوقاً بذلك على معدل نمو المصرفية الإسلامية القطاع الهام والأكبر سوقياً البالغ 4.30%، وكذا على معدل نمو صناعة الخدمات المالية الإسلامية ككل حتى نهاية عام 2017م التي بلغت نسبة نموها 7.42%؛

✓ يتبع الاتجاه العام لتطور إجمالي سوق الصكوك عالمياً الظروف الاقتصادية السائدة، ينتعش في فترات الرواج ويتراجع خلال فترات الركود الاقتصادي العالمي. وقد حقق نسبة نمو إيجابية خلال الفترة المدروسة فاقت 250% من حيث القيمة التراكمية لإصدارات الصكوك حتى 2017م؛

✓ تشير نتائج الدراسة الإحصائية لإجمالي إصدارات الصكوك عالمياً من حيث التوزيع الجغرافي هيمنة منطقة جنوب شرق آسيا على سوق الإصدار عالمياً، وتعد ماليزيا المشارك الرئيس لتصدرها دول العالم في صناعة الصكوك وتفوقها الواضح خلال سنوات الفترة المدروسة؛ بينما تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي ثاني أكبر وجهة لإصدار الصكوك، وإحدى أهم المناطق الرئيسية الداعمة لسوق الصكوك خاصة على الصعيد الدولي تتصدرهما المملكة العربية السعودية والتي تحسن ترتيبها العالمي في السنتين الأخيرتين للفترة المدروسة، وصاحبة المرتبة الثانية عالمياً مُزججةً بذلك الإمارات العربية المتحدة صاحبة المرتبة الثالثة عالمياً حالياً، نظراً لمنافسة وضخامة الإصدارات السعودية الأخيرة؛

✓ أما من حيث اتجاه نمو سوق الصكوك حسب مستوى سوق الإصدار خلال فترة الدراسة نلاحظ سيطرة الإصدارات المحلية المدعومة أساساً بالإصدارات السيادية الماليزية على حساب الإصدارات الدولية التي تقودها الإصدارات الخليجية؛

✓ تشير نتائج توزيع إجمالي إصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار إلى استحواد الصكوك السيادية على إجمالي قيمة إصدارات الصكوك عالمياً خلال الفترة (2001-2017م) على حساب كل من إصدارات الشركات وإصدارات الشبه السيادية وإصدارات المؤسسات المالية، وهذا التوزيع مماثل لتوزيع إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً حسب جهة الإصدار على الصعيد المحلي، غير أنه يختلف على الصعيد الدولي والذي تقوده الإصدارات الشبه سيادية على حساب الإصدارات السيادية؛

✓ سيطرة هيكله المراجحة على تركيبة إجمالي سوق الصكوك عالمياً حسب هيكله الإصدار، باعتبارها الصيغة المفضلة للمصدرين المحليين السياديين، بينما تعد هيكله الوكالة كتفضيل جديد محل الإجارة من قبل المصدرين الدوليين الشبه سياديين؛

أدت الأزمة المالية العالمية 2008م إلى تغيير خارطة سوق الصكوك من عدة جوانب، من أهمها: أصبحت إصدارات الصكوك أدوات تمويل محلية بشكل أساسي، ساهم ذلك في تعميق الفارق مقارنة مع إجمالي الإصدارات الدولية؛ كما أفسحت هذه الأزمة المجال للكيانات الحكومية (السيادية) على حساب إصدارات الشركات التي كانت مهيمنة على سوق الصكوك عالمياً آنذاك، نتيجة فقدان المستثمرين الثقة بالقطاع الخاص؛ رغم التباطؤ الذي شهده سوق الصكوك جراء تداعيات هذه الأزمة، إلا أن النتائج أكدت أن هذه الأزمة خلقت على المستوى المحلي فرصاً واعدة للصكوك التي حققت معدلاً نمو كبيراً في السنوات التي تلت مباشرة الأزمة، في حين لم تحقق نظيراتها التقليدية أي معدل نمو يذكر، وهو ما يؤكد التزايد المستمر في عدد الدول الراغبة للانخراط في صناعة الصكوك سنوياً، بعدما كان ينحصر في دول معينة، وهذا ما قد يبعث التفاؤل بشأن استمرار تقدم سوق الصكوك في المستقبل.

وبعد التعرف على واقع تركيبة سوق الصكوك، ولمعرفة مدى تأثير ذلك على طبيعة المخاطر التي ستواجهها الصكوك، سنحاول من خلال الدراسة القياسية في الفصل الموالي، اتمام الإجابة على الإشكالية الفرعية الثانية واختبار فرضيتها.

الفصل الخامس

دراسة قياسية مقارنة للعلاقة
بين العائد ومخاطر الصكوك

تمهيد

سيتم معالجة هذا الفصل المتعلق بالدراسة القياسية المقارنة ضمن شقين تبعاً لما هو موضح في الشكل (I-II) سابق الذكر؛ الشق الأول يعنى بالدراسة القياسية المقارنة لسوق الصكوك على المستوى الكلي من حيث تقييم اختبار العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطر الكلية (Risk/Return Trade-Off) لمؤشر داوجونز للصكوك الدولية (DJS) ومقارنة النتائج المتوصل إليها مع مؤشرين لسوق الأدوات المالية التقليدية ممثلاً بمؤشر ستاندارد آند بورز 500 لأسهم الشركات الأمريكية (SPX)، ومؤشر ستاندارد آند بورز 500 لسندات الشركات الأمريكية (SPB)، للتعرف على مدى التقارب أو التباعد بين هاتاه الأسواق، باستخدام نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH MODEL)؛

أما الشق الثاني يتعلق بالدراسة القياسية على المستوى الجزئي لسوق الصكوك من حيث تحديد أثر العلاقة بين عائد مؤشر داوجونز للصكوك (DJS - Dow Jones Sukuk Index) كمتغير تابع وبعض مخاطر الصكوك كمتغيرات مفسرة، حيث وقع اختيارنا على البعض من مؤشرات (S&P Dow Jones Indices) ومؤشرات الاقتصاد الكلي التي تعكس لنا تلك المخاطر مع إثبات أو نفي علاقة التكامل المشترك بينهما في الأجلين الطويل والقصير باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء (ARDL).

1- المبحث الأول: منهجية ومتغيرات الدراسة

جاء هذا المبحث لتوضيح الإجراءات والأدوات التي استخدمت في شقي الدراسة القياسية من خلال تعريف بيانات الدراسة، مصادرها والفترة التي تمت فيها، والمنهجية والنماذج المتبعة والبرامج المعلوماتية المستخدمة، ضمن محورين كالتالي:

1-1- بيانات الدراسة ومصادرها

تمثلت بيانات الدراسة بالنسبة للشق الأول من دراستنا القياسية في الأسعار اليومية لكل من مؤشر داوجونز للصكوك (DJS)، حيث وقع اختيارنا على هذا المؤشر باعتباره أول مؤشر عالمي مقارنة مع المؤشرات الأخرى التي ظهرت فيما بعد لقياس أداء أسواق الصكوك كمؤشر إيتش أس بي سي للصكوك -HSBC Sukuk Index-، ومؤشر داي آي أف إكس -DIFX Sukuk Index- الذي تم الإعلان عنه رسمياً في نهاية أكتوبر 2007م، وبذلك يمكن القول أن مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) يتضمن ذاكرة أطول على الأحداث الاقتصادية والمالية والشرعية المتعلقة بسوق الصكوك والدول الراعية للصناعة والتي ستفيدنا في تقييم العلاقة بين عوائد ومخاطر سوق الصكوك بطريقة دقيقة؛ بالإضافة إلى مؤشري ستاندارد آند بورز 500 لأسهم الشركات الأمريكية (S&P500) وستاندارد آندبورز 500 لسندات الشركات الأمريكية (S&P500 Bond) باعتبارهما مؤشرين لقياس أداء سوق الأدوات المالية التقليدية الأسهم والسندات على التوالي.

أخذت المشاهدات اليومية لأسعار هذه المؤشرات للفترة الممتدة من (2008/04/30 إلى 2017/10/20)، أي حوالي (2457 مشاهدة) من قاعدة المعطيات بلومبرغ (Bloomberg) والموقع الإلكتروني (S&P Dow Jones Indices)، والجدول رقم (1-5) أدناه، يلخص وصف لمتغيرات الشق الأول من الدراسة القياسية.

الجدول رقم (1-5): وصف متغيرات الشق الأول من الدراسة القياسية ومصادرها

المتغير	اسم المؤشر	الرمز المعتمد	المصدر	ع/ المشاهدات	الفترة
الصكوك	Dow Jones Sukuk Price Return Index	DJS	Bloomberg	2457	من 2008/04/30 إلى 2017/10/20
الأدوات المالية التقليدية	S&P 500	SPX	S&P Dow Jones Indices	2457	
	S&P 500 Bond Index	SPB		2457	

المصدر: من إعداد الباحثة

أما متغيرات الشق الثاني من الدراسة القياسية، ونظراً لطبيعة الدراسة المتمثلة في تحديد أثر العلاقة بين عائد الصكوك ومخاطرها، وعلى غرار الدراسات السابقة، فقد تم تقسيم متغيرات الدراسة إلى قسمين:

■ المتغير التابع: ويتمثل في عوائد الصكوك ممثلة في الفرق الأول للوغاريتم سلسلة أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك (DJS).
 ■ المتغيرات المفسرة (المستقلة): وتتمثل في المخاطر التي توصلت الدراسات السابقة أن لها تفسير - لها علاقة- وتأثير على التغير في عوائد الصكوك. تعكس تلك المخاطر في مجملها أربعة مجموعة رئيسة من المخاطر، تتمثل المجموعة الأولى في مخاطر السوق التي تتشكل من: مخاطر معدل الفائدة (IRD)، مخاطر معدل التضخم (CPI)، مخاطر معدل صرف الدولار الأمريكي (DXY)، ومخاطر أسعار السلع الأساسية (S&P GSCI)؛ وتشير المجموعة الثانية إلى مخاطر الائتمان (CRI)؛ بينما تمثل المجموعة الثالثة مخاطر السيولة (LRI)؛ أما المجموعة الرابعة والأخيرة فتعكس لنا مخاطر التشغيل باختيارنا لمخاطر الامتثال للقواعد الشرعية (HQI).

وقد أخذت مشاهدات شهرية للمتغيرات المستقلة خلال الفترة الممتدة من ديسمبر 2012م إلى أكتوبر 2017م، أي حوالي (59 مشاهدة شهرية) من عدة قواعد بيانات عالمية، ويلخص الجدول (5-2) أدناه، متغيرات الشق الثاني المستقلة التي تعكس لنا المخاطر المحددة لعوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) كمتغير تابع أو مستجيب، وذلك من حيث الرمز المعتمد، المصدر، المدة الزمنية المدروسة، وعدد المشاهدات.

الجدول رقم (5-2): وصف لمتغيرات الشق الثاني المستقلة ومصادرها

الرمز المعتمد	التعيين	المصدر	فترة الدراسة	عدد المشاهدات
مخاطر السوق				
IRD	مخاطر معدل الفائدة	alfred.stlouisfed.org	2017/10 - 2012/12	59
CPI	مخاطر معدل التضخم	tradingeconomics.com	2017/10 - 2012/12	59
DXY	مخاطر معدل صرف الدولار	home.treasury.gov	2017/10 - 2012/12	59
S&P GSCI	مخاطر أسعار السلع الأساسية	us.spindices.com	2017/10 - 2012/12	59
مخاطر الائتمان				
CRI	مخاطر الائتمان	Bloomberg Ticker DJSUK3BT	2017/10 - 2012/12	59
مخاطر السيولة				
LRI	مخاطر معدل السيولة	Bloomberg Ticker DJSUKTXR	2017/10 - 2012/12	59
مخاطر التشغيل				
HQI	مخاطر التوافق مع الشريعة (الشرعية)	Bloomberg Ticker DJSUKTXR	2017/10 - 2012/12	59

المصدر: إعداد الباحثة

كما يعد اختيارنا لفتري الدراسة القياسية بشقيها مبرراً، إذ تتضمن أهم الأحداث الاقتصادية، المالية والشرعية بداية من تأثير تبعات الأزمة المالية 2008م إلى المشاكل التي أثرت حول بعض هياكل إصدارات الصكوك الدولية والمحلية قبيل وبعد الأزمة المالية 2008م، كما تضمنت هذه الفترة تصحيح مسار بعض هياكل الصكوك بما يتوافق مع مفهومها الشرعي. حيث ستفيدنا هذه التطورات والظروف في معرفة مدى تأثير سلوك عائد الصكوك بمخاطرها، ويرجع سبب اختيارنا لهاتين الفترتين كذلك إلى توفر البيانات حولها وإمكانية الحصول عليها. وقد تم الاستعانة في تحليلنا للسلاسل الزمنية محل الدراسة على البرنامج الإحصائي Eviews 9.

1-2-2-1- منهجية وأدوات الدراسة: يتم تفصيل منهجية الدراسة القياسية والأدوات (النماذج) المستخدمة لكل شق على حده كما يلي:

1-2-2-1- منهجية وأدوات الشق الأول: تم انتهاج منهج دراسة الحالة بالاعتماد على الأسلوب الوصفي لوصف متغيرات الدراسة، والتحليلي لتحليل تطور أداء متغيرات الدراسة عبر الزمن، بهدف تحديد وقياس العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة (Risk/Return Trade-Off) على افتراض إيجابيتها باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم التجانس (Autoregressive Conditional Heteroskedasticity -ARCH-Models)¹، من أجل اختبار فرضية تجانس التباين، وفي حالة ثبت أن التباين غير متجانس عبر الزمن، من ثمة يتطلب استخدام نماذج ARCH المعممة (Generalized) وتختصر بـ (GARCH Models)، حيث تُستخدم هذه النماذج بشكل مكثف من قبل الباحثين والأكاديميين في دراسة سلوك السلاسل الزمنية المالية وتعطي نتائج أفضل بدلاً من استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لتقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة للصكوك والأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات). من أجل ذلك، قمنا بإجراء الاختبارات الإحصائية الوصفية والقياسية باستخدام برنامج Eviews* الإصدار التاسع (09)، وهذا طبعاً بعد معالجة وتنظيم بيانات الدراسة في برنامج إكسال (Excel 2016). حيث كانت البداية بتحليل أداء مؤشرات الدراسة مع الإشارة إلى فترة تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م، ودراسة استقراريتها بالاعتماد على اختبار ديكي فولار المطور (ADF 1981) واختبار فيليبس وبيرون (PP 1988) لاختبار الجذر الوحدوي (Unit Root test)؛ ونعرض بعد ذلك الإحصاءات الوصفية واختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة الثلاثة خلال الفترة المدروسة، يليها استخدام نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH MODEL) لدراسة تجانس التباين. ونظراً لغياب أدوات تحليل إحصائية وقياسية تختص بها صناعة التمويل الإسلامي ذات الخصائص المميزة عن الأدوات المالية التقليدية من جهة ومعاملة الصكوك كالسندات التقليدية على الصعيد العالمي من حيث التسعير والتقييم في الفترة الحالية من جهة أخرى، نرى أن تطبيق نماذج التباين الشرطي (ARCH-GARCH Models) مناسبة لوصف سلوك السلاسل الزمنية المالية المثلة لعوائد منتجات التمويل الإسلامي لاسيما الصكوك الاستثمارية بهدف اختبار طبيعة العلاقة بين عوائدها ومخاطرها، وكمحاوله من خلال النتائج المتوصل إليها تبيان مدى التقارب /أو التباعد بين الأسواق الثلاثة المدروسة من حيث مبدأ المبادلة بين العائد والمخاطرة، والتحقق من مدى كفاءة تسعير سوق الصكوك للمخاطر التي تتعرض لها وتعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة مقارنة بنظيرتها التقليدية (السندات) وسوق الأسهم.

1-2-2-2-1- منهجية وأدوات الشق الثاني: نهدف في هذا الجزء من الدراسة القياسية إلى تحديد وتحليل أثر العلاقة بين عائد الصكوك ومؤشرات مخاطرها في الأجلين الطويل والقصير. حيث من الممكن عند تقدير علاقة الانحدار بين عدد من المتغيرات على شكل سلاسل زمنية غير مستقرة أن تعطي علاقة انحدار مقدرة بينهما زائفة، حتى وإن كانت بعض المؤشرات تظهر جودة النموذج، ويرجع الأمر إلى أن التغير في هذه المتغيرات قد يكون راجعاً إلى متغير آخر وهو الزمن الذي يؤثر فيها جميعاً بشكل متزامن بحيث تؤدي تقلبات أحدها إلى إلغاء التقلبات في السلاسل الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمها ثابتة عبر الزمن، وهذا مناقض لطبيعة السلاسل الزمنية المالية

¹ سيتم التفصيل فيها لاحقاً أنظر ص ص 241-242

* هو برنامج استمدا اختصاره من العبارة (Econometric Views)، يسمح هذا البرنامج باستعمال الطرق القياسية لمعالجة الجانب العشوائي في القياس من خلال التقدير القياسي وعرض مختلف نتائج الطرق القياسية.

² اعتماداً على منهجية: عائشة سلمة كيجلى، التقييم الاقتصادي للآثار والسياسات البيئية "دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (1970-2014)"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم

الاقتصادية، جامعة ورقلة 2016/2017، ص ص 125-128.

والاقتصادية؛ كما يتطلب اختبار التكامل المشترك أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى كل على حدا، وأن تكون البواقي الناجمة عن عملية تقدير العلاقة بينهما متكاملة من الدرجة صفر، حيث يقيس الحد العشوائي (البواقي) انحراف العلاقة المقدرة في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل، فيكون النظام في حالة توازن عندما يساوي الحد العشوائي الصفر. لذلك تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة أيضا في هذا الشق باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية موزعة الإبطاء (ARDL)، التي طورها كل من (Peasaran,1997)، (Pesaran and Shin ,1998)، وكل من (Peasaran and Al., 2001)، وهذا الاختبار لا يتطلب أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة نفسها كما هو الحال في تطبيق التكامل المشترك حسب منهجية كل من (Angle et Granger, 1987) ذات المرحلتين والتي تقتضي أن يتم التأكد من تكامل السلاسل الزمنية عند نفس الرتبة ومن ثم تقدير العلاقة طويلة الأجل باستخدام طريقة المربعات الصغرى، مع التأكد من استقرار سلسلة بواقي التقدير، أو منهجية (Johansen,1988) و (Johansen & Juselius,1990) التي يتم من خلالها تحديد علاقات التكامل المشترك اعتماداً على القيم الذاتية لمصفوفة البواقي الناتجة عن انحدار تغيرات السلاسل الزمنية المقدرة. وهذا ما يجعل من اختبارات التكامل المشترك محدودة في ظل الشروط التي تتطلبها كل طريقة، كما أن هذه الاختبارات ينتج عنها نتائج غير دقيقة في حالة كان حجم العينة (عدد المشاهدات) صغيراً، لذا يقترح Peasaran اختبار بديل للقيام بالتكامل المشترك الذي يقدم مجموعة من الحلول مقارنة بالاختبارات الأخرى، فيرى Peasaran and Al اختبار الحدود في إطار (ARDL) يمكن تطبيقه بشرط ألا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية (2) I.

حيث تقتضي منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية موزعة الإبطاء (ARDL) تضمين متغيرات داخلية متباطئة إلى جانب المتغيرات الخارجية كمتغيرات مفسرة لضمان عملية تعديل سلوك المتغير التابع، فبمجرد إدماج نماذج الإبطاء (Distributed models) لنموذج الانحدار الذاتي (Autoregressive model) ما يعطي نماذج الاستجابة الديناميكية متضمنا كلا من المتغيرات الداخلية والخارجية المتباطئة، ويمكن أن تعطى نماذج للمتغير الخارجي (المستقل) وفق النموذج البسيط التالي:

$$Y_t = a_0 X_t + a_1 X_{t-1} + a_2 X_{t-2} + \dots + a_p X_{t-p} + \mu_t \dots \dots \dots (05 - 01)$$

ويعطي نموذج الانحدار الذاتي للمتغير الداخلي بالاعتماد على قيمة السابقة ضمن نموذج الانحدار الذاتي (AR(p):

$$Y_t = \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (05 - 02)$$

وبدمجهما يعطي الشكل الأساسي لمعادلة الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء ARDL، ذات عدد K من المتغيرات المستقلة (المفسرة) في النموذج، وتكتب كما يلي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_p Y_{t-p} + a_0 X_t + a_1 X_{t-1} + a_2 X_{t-2} + \dots + a_p X_{t-p} + \varepsilon_t \dots (05 - 03)$$

حيث: ε_t : الحد العشوائي (التشويش الأبيض).

ويمكن التعبير عن المعادلة باختصار بـ ARDL(p,q) حيث يستند هذا النموذج على تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) ضمن إطار نموذج الانحدار الذاتي للفترة الزمنية الموزعة الإبطاء. كما يمكن توسيع العلاقة لتشمل عدة متغيرات مفسرة في النموذج فتكتب علاقة (ARDL (p, q1, q2, q3,.....qk) وفق الصيغة التالية:

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p b_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q1} b_2 \Delta X1_{t-i} + \sum_{i=0}^{q2} b_3 \Delta X2_{t-i} + \sum_{i=0}^{q3} b_4 \Delta X3_{t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{qk} b_k \Delta Xk_{t-i} \\ + \lambda_1 Y_{t-1} + \lambda_2 X1_{t-1} + \lambda_3 X2_{t-1} + \lambda_4 X3_{t-1} + \dots + \lambda_k Xk_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (05 - 04) \end{array} \right.$$

حيث:

α : الحد الثابت

Δ : الفروق من الدرجة الأولى

k : عدد المتغيرات

P : فترة إبطاء المتغير التابع Y

$q_1, q_2, q_3, \dots, q_k$: فترات إبطاء المتغيرات المفسرة $X_1, X_2, X_3, \dots, X_k$ على الترتيب

$b_1, b_2, b_3, \dots, b_k$: معاملات العلاقة قصيرة الأجل (لنموذج تصحيح الخطأ)

$\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \dots, \lambda_k$: معاملات العلاقة طويلة الأجل

ε_t : حد الخطأ العشوائي

ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك حسب هذه المنهجية من خلال نفي فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، حيث:

- فرضية العدم: $H_0: \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \dots = \lambda_k = 0$ ، أي عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (تساوي معاملات النموذج للأجل الطويل)؛
- فرضية البديلة: $H_1: \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \dots \neq \lambda_k \neq 0$ ، ما يعني وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (علاقة توازنية طويلة الأجل).

ومن أجل القيام بالدراسة القياسية لتقدير طبيعة العلاقة بين عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك والتغير في مؤشرات مخاطر الصكوك المدروسة سيتم إتباع الخطوات التالية،

1. التحليل الوصفي للمتغيرات المستقلة،
2. اختبار استقرارية المتغيرات لمعرفة درجة تكامل السلاسل وللتأكد من عدم وجود متغيرات متكاملة من الدرجة الثانية؛
3. اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية ARDL وتقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد لنموذج UECM في إطار منهجية ARDL؛ والذي يتطلب ما يلي:

أ. اختبار منهج الحدود Bounds test للتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل، من خلال مقارنة قيم F المحسوبة

لمعاملات المتغيرات المستقلة المبطة بقيم F الحرجة وفق الحدود التي وضعها Pesaran، حيث يتم التأكد من وجود علاقة التكامل المشترك للأجل الطويل للمرور للخطوة الموالية؛

ب. اختبار الاستقرار الميكلي لمعاملات ARDL-UECM؛

ج. تقدير نموذج التكامل المشترك في الأجل القصير والطويل معاً، واستخراج معامله للأجلين واستعمال نتائجه لقياس

ديناميكية العلاقة بين المتغيرات؛

د. ومن أجل التحقق من وجود تغير هيكلي في سلوك المتغير التابع يتم استخدام اختبار الاستقرار العام للنموذج من خلال تقدير البواقي المعدلة ومجموع مربعات البواقي المعدلة، -وهو ما سيتم تفصيله لاحقاً-

وقبل عرض النتائج ومناقشتها في المباحث الموالية، سنحاول تخصيص مبحث للتعرف على مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) باعتباره مؤشراً حديثاً نسبياً في أوساط الباحثين والأكاديميين مقارنة مع مؤشر ستاندارد آند بورز لأسهم الشركات الأمريكية (SPX) ومؤشر ستاندارد آند بورز لسندات الشركات الأمريكية (SPB) اللذان سيتم تعريفهما بشكل مختصر.

2- المبحث الثاني: مدخل مفاهيمي حول مؤشر داوجونز للصكوك

جاء هذا المبحث كمدخل مفاهيمي حول مؤشر داوجونز للصكوك وذلك من خلال التعريف به، ذكر خصائص وتركيبته ومعايير الإدراج به ومنهجية حسابه وأخيراً تقديم انتقادنا له مع تقديم تعريف مختصر لكل من مؤشر ستاندارد آند بورز لأسهم الشركات الأمريكية (SPX) ومؤشر ستاندارد آند بورز لسندات الشركات الأمريكية (SPB).

2-1- تعريف مؤشر داوجونز للصكوك: تم إنشائه في نهاية سبتمبر 2005م بـ 100 نقطة أساس، وإطلاقه في السوق المالية العالمية في 28 أبريل 2006م¹. هدفه تتبع وقياس أداء إصدارات الصكوك الدولية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والمقومة بالدولار الأمريكي والمصنفة ائتمانياً (ذات جدارة ائتمانية) من قبل وكالات تصنيف ائتماني معترف بها عالمياً، والمتمثلة تحديداً في واحدة من الوكالات التالية: ستاندارد آند بورز (S&P)، أو موديز (Moody's) أو فيتش (Fitch).

لتحقيق الهدف المذكور أعلاه، يتبع المؤشر ويحسب وفق منهجية خاضعة للمتابعة المستمرة لضمان التوافق الدائم مع الشريعة الإسلامية، تم إنشاؤها من قبل ستاندارد آند بورز داوجونز للمؤشرات المالية (S&P Dow Jones Financial Indices)، هذه الأخيرة هي الجهة المسؤولة عن التعديلات والتغييرات اللازمة لمنهجية المؤشر لاستمراره في تحقيق أهدافه²، كما يتبع المؤشر نفس المبادئ المنهجية والكمية التي تتبعها مؤشرات داوجونز للأسواق المالية الإسلامية (-DJIMI-Dow Jones Islamic Markets Indexes)³.

2-2- خصائص مؤشر داوجونز للصكوك

ينفرد مؤشر داوجونز للصكوك عن غيره من المؤشرات المالية، بأهم ما يلي⁴:

- ✓ يوفر معيار مرجعي (Benchmark) للمستثمرين الذين يبحثون عن أدوات مالية ذات دخل ثابت متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- ✓ يتضمن المؤشر إصدارات صكوك الاستثمار الدولية المتوافقة مع المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة الأيوبي (AAOIFI)، والتي تفي في نفس الوقت بالمتطلبات الدنيا للشروط الإدراج (معايير التأهيل) في المؤشر، والمبينة في المنهجية المتبعة من قبل المؤشر -سيشار إليها لاحقاً-.

¹ S&P Dow Jones Indices, **Dow Jones Sukuk index Methodology**, April 2015, available at :https://www.investment-and-finance.net/islamic-finance/pdf/Dow_Jones_Sukuk_Index_Methodology.pdf, Download Date :20/07/2018, p9.

² **Ibid**, p3.

³ Dow Jones Indices, **Dow Jones Islamic Market IndexesSM "World measures with a new perspective"**, February 16, 2007, available at :<https://rih.files.wordpress.com/2008/03/dow-jones-islamic-market-indexes.pdf>, Download Date: 18/07/2018, p1

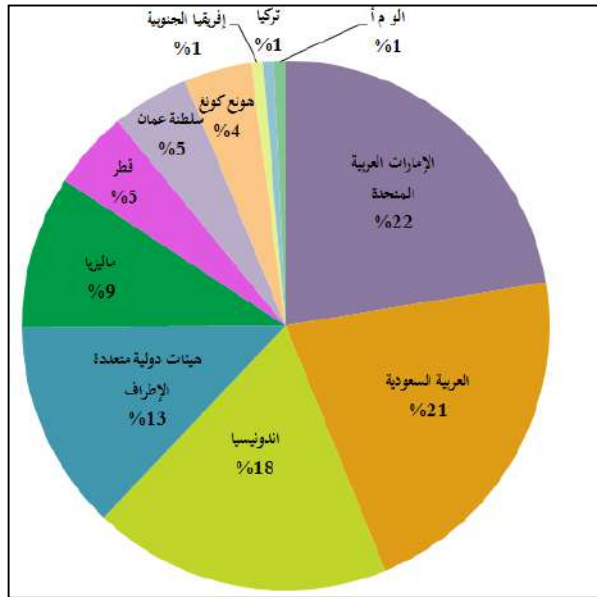
⁴ S&P Dow Jones Indices, **Sukuk Fact sheet**, All Data as of December 2012, available at :https://www.financialencyclopedia.net/islamic-finance/pdf/Dow_Jones_Sukuk_Index_Fact_Sheet.pdf, Download Date :20/07/2018, p1

3-2- مكونات مؤشر داوجونز للصكوك: يضم مؤشر داوجونز للصكوك إلى غاية نهاية جويلية 2018م، حوالي 69 إصداراً عالمياً مقيماً بالدولار الأمريكي وصلت قيمتها إلى حوالي 71.6 مليار دولار أمريكي¹ وستعرف على تركيبة المؤشر إلى غاية هذا التاريخ من أربعة زوايا، وهي كالآتي²:

أولاً- مكونات المؤشر جغرافياً (حسب الإصدارات الدولية للدول)

نلاحظ من خلال الشكل رقم (5-1) الموضح أدناه، سيطرة الإصدارات الدولية الصادرة عن دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة تجاوزت 53% من إجمالي قيمة الإصدارات الدولية التي يضمها المؤشر حسب البلد، ويرجع الخبراء ذلك إلى احتياجات الاقتراض المتزايدة للمنطقة. احتلت الإمارات العربية المتحدة الصدارة بنسبة بلغت 22.38% من إصدارات الصكوك الدولية التي يضمها المؤشر، يعكس ذلك سعي حكومة دبي لتحقيق استراتيجيتها الرامية نحو العالمية في الاقتصاد الإسلامي من خلال تبنيها شعار "دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي 2017-2021م"، تليها في المرتبة الثانية المملكة العربية السعودية بنسبة إصدارات دولية يضمها المؤشر بلغت 21.45%، ترجع النسبة الأكبر منها للإصدار السيادي السعودي الدولي البالغ قيمته 9 مليارات دولار في عام 2017م. ومن خارج دول مجلس التعاون الخليجي، جاءت اندونيسيا في المرتبة الثالثة بنسبة 18.27% من قيمة إجمالي الإصدارات الدولية التي يضمها مؤشر داوجونز للصكوك، تعكس هذه الإصدارات جهود الحكومة الاندونيسية لتحقيق استراتيجيتها الخماسية الرامية لتعزيز وتطوير قطاع صناعة التمويل الإسلامي في أكبر بلد مسلم في العالم من حيث عدد السكان.

الشكل رقم (5-1): توزيع إصدارات الدول في مؤشر داوجونز للصكوك



المصدر: إعداد الباحثة، اعتماداً على: Franklin Templet on Shariah Funds, Franklin global Sukuk Fund, Issue of 31/07/2018, Op-Cit, P2

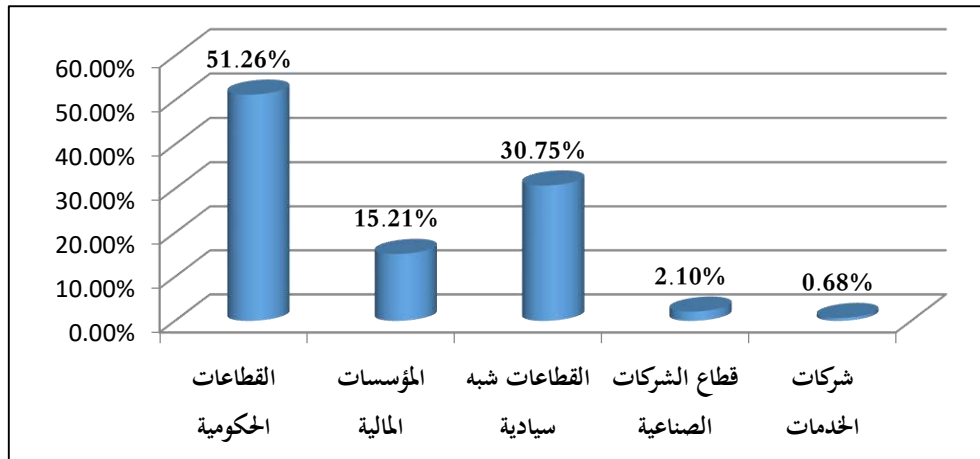
¹ S&P Dow Jones Indices, **Dow Jones Sukuk Total Return Index (Ex-Reinvestment) "Fact sheet."**, as of 07/2018, available at: <https://us.spindices.com/idsenhancedfactsheet/file.pdf>, Download Date: 20/07/2018, p3.

² Franklin Templeton Shariah Funds, **Franklin global Sukuk Fund "fund Fact sheet, Sukuk (Shariah-Compliant)"**, Issues of: 31/07/2018, 31/03/2018, 30/06/2018, available at: <https://www.franklintempletonme.com/>, Download Date: 16/07/2018.

وقد احتلت الهيئات الدولية متعددة الأطراف المرتبة الرابعة من حيث إصداراتها المدرجة بمؤشر داوجونز للصكوك بنسبة بلغت حوالي 12.78% منها الإصدارات الدولية الصادرة عن البنك الإسلامي للتنمية، كان آخرها خلال الفترة المدروسة إصدارها الثامن البالغ قيمته 1.2 مليار دولار. أما ماليزيا فقد سجلت المرتبة الخامسة بنسبة قدرها 9.36%، وحسب وكالة موديز (Moody's) للتصنيف الائتماني يلاحظ تراجع حصة ماليزيا من حيث إصداراتها السيادية الدولية، إلا أنها تبقى أكبر سوق للصكوك عالميا، حيث تتركز إصداراتها على السوق المحلية أكثر من السوق الدولية. بينما تتوزع باقي النسبة أي تزيد من 15% على باقي الدول.

ثانيا- مكونات المؤشر قطاعياً : يظهر من خلال الشكل رقم (5-2)، أدناه سيطرة القطاع الحكومي (الجهات السيادية) على غالبية إصدارات الصكوك الدولية المدرجة بمؤشر داوجونز للصكوك بنسبة تزيد عن 51%، تليها إصدارات المؤسسات ذات الصلة بالجهات الحكومية (الجهات الشبه سيادية) في المرتبة الثانية بنسبة 30.75%، وترجع هذه الهيمنة للإصدارات السيادية والشبه سيادية الدولية إلى الجهات التقليدية المصدرة للصكوك، خاصة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي بهدف تمويل العجز في موازنتها وتلبية احتياجات الاقتراض المرتفعة لديها في السنوات الأخيرة، نظراً لظروف السياسية والاقتصادية التي تمر بها المنطقة، كما يرجع استحواذ القطاع الحكومي على الحصة الأكبر قطاعياً في مؤشر داوجونز للصكوك إلى ضخامة الإصدار السيادي العالمي من قبل المملكة العربية السعودية في عام 2017م -تمت الإشارة إليه سابقاً-. كما احتل قطاع المؤسسات المالية المرتبة الثالثة بنسبة 15.21%، من نسبة إجمالي الإصدارات التي يتضمنها المؤشر. ويجدر التذكير أن إصدارات صكوك قطاع الخدمات المالية من بنوك إسلامية ومركزية عالمية ازدادت بصورة جوهرية منذ عام 2014م. بهدف تعزيز قاعدتها الرأسمالية للامتثال لمعايير بازل (3) قبل موعدها النهائي في 2019م. أما باقي النسبة فتوزعت على قطاع الشركات الصناعية وشركات الخدمات بنسبة 2.10% و 0.68% على التوالي.

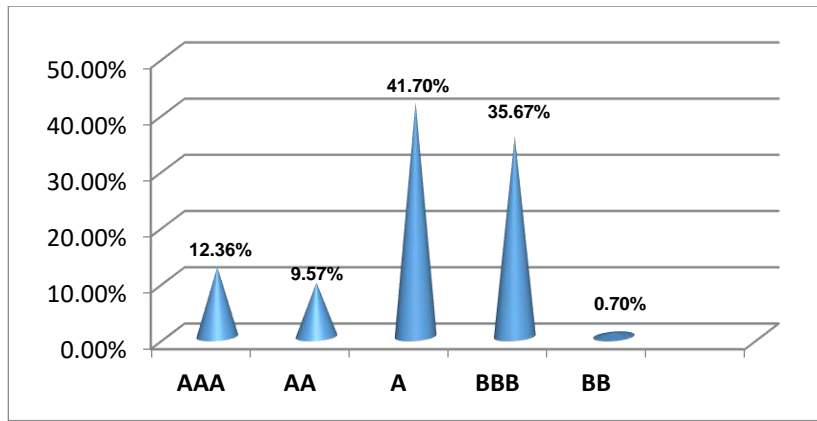
الشكل رقم (5-2): تركيبة مؤشر داوجونز للصكوك قطاعياً



المصدر: إعداد الباحثة، اعتماداً على: Franklin Templeton Shariah Funds, Franklin global Sukuk Fund, Issue of 31/07/2018, Op-Cit, P2

ثالثاً- مكونات المؤشر حسب تصنيف الجودة الائتمانية: نلاحظ من خلال الشكل رقم (3-5) أدناه، أن أعلى نسبة للجودة الائتمانية كانت من نصيب درجة التصنيف الائتماني (A) بنسبة وصلت إلى 41.70%، ويُظهر تقرير (فرانكلين تمبلتون Franklin Templeton) للاستثمار في عدد مارس 2018م، أن المتوسط الحسابي للجودة الائتمانية لمؤشر داوجونز للصكوك قدرت بالدرجة الائتمانية (A) الواقعة طبعاً في درجة الاستثمار (Investment grade)، والذي يدل على انخفاض درجة المخاطر الائتمانية، نظراً للقدرة العالية على الدفع، وهذا يعكس السياسة المنتهجة للمؤشر على أن تكون الإصدارات المدرجة فيه ذات جودة استثمارية عالية.

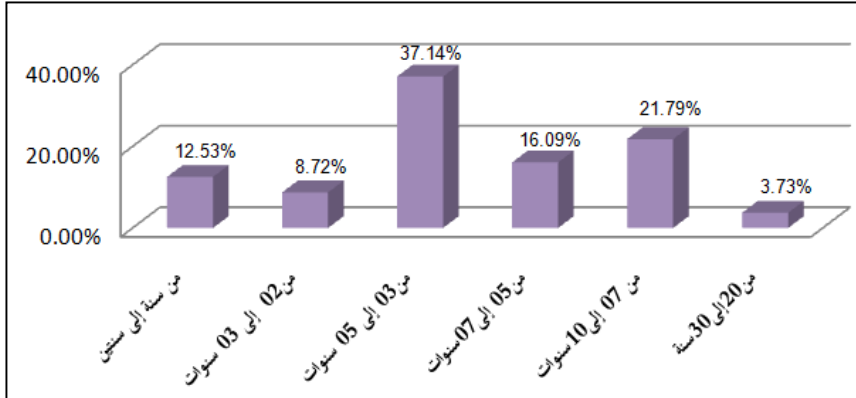
الشكل رقم (3-5): توزيع إصدارات الصكوك المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك حسب درجة التصنيف الائتماني



المصدر: إعداد الباحثة، اعتماداً على: Franklin Templeton Shariah Funds, Franklin global Sukuk Fund, Issue of 31/06/2018, Op-Cit, P42

رابعاً- مكونات المؤشر حسب عمر الإصدار (مدة الاستحقاق): يتضح من خلال الشكل رقم (4-5) أدناه أن أكبر نسبة لعمر استحقاق الإصدارات التي يتضمنها المؤشر هي من ثلاثة (03) إلى خمس (05) سنوات بنسبة بلغت 37.14%، يليها العمر الاستثماري للإصدارات من سبع (07) إلى عشر (10) سنوات بنسبة 21.14% ثم من 05 إلى 07 سنوات بنسبة 16.09%، وحلت في المرتبة الرابعة فترة الاستحقاق من سنة واحدة (01) إلى سنتين (02) بنسبة 12.53%، حيث نلاحظ أن مختلف هذه المدد تدخل ضمن الفترة الاستثمارية المتوسطة والطويلة الأجل، وهو ما تأكده النتائج الإحصائية لتقرير (فرانكلين تمبلتون Franklin Templeton) في عددها الصادر بتاريخ 30 جوان 2018م، أن المتوسط المرجح لاستحقاق الإصدارات التي يتضمنها المؤشر هو 5.65 سنة، بينما المدة المتبقية لإطفائها هي 4.76 سنة، وهذه المتوسطات تقع ضمن الاستثمارات ذات الفترات المتوسطة والطويلة الأجل، وقد يرجع ذلك أن أغلب الإصدارات خاصة السيادية منها المدرجة في المؤشر كانت موجهة أكثر لتمويل والاستثمار في البنية التحتية وقطاع العقارات الحكومية، مما يتطلب فترات استثمارية تتراوح ما بين المتوسطة وطويلة الأجل.

الشكل رقم (5-4): توزيع إصدارات الصكوك المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك حسب مدة الاستحقاق



المصدر: إعداد الباحثة، اعتماداً على: Franklin Templeton Shariah Funds, Franklin global Sukuk Fund, Issue of 31/06/2018, Op-Cit, P42

انطلاقاً من تحليلنا لتكيفية المؤشر العالمي داوجونز للصكوك (DJS)، من حيث التوزيع الجغرافي والقطاعي والجودة الائتمانية للإصدارات المدرجة فيه، يمكن القول أن هذا المؤشر قد يعكس إلى حد ما واقع سوق إصدارات الصكوك الدولية الذي تم التطرق إليه في الفصل السابق، وعليه فإن النتائج التي سيتم التوصل إليها في دراستنا القياسية لهذا المؤشر، يمكن أن تعكس لنا إلى حد ما سلوك العائد والمخاطرة لسوق الصكوك بشكل عام وعلى المستوى الدولي بشكل خاص.

2-4- معايير إدراج إصدارات الصكوك في مؤشر داوجونز للصكوك: يتم شهرياً تتبع وتقييم إصدارات الصكوك الدولية الجديدة المصدرة بالدولار الأمريكي من حيث مدى استيفائها للمعايير المؤهلة لإدراجها ضمن هذا المؤشر، والجدول رقم (5-4) يلخص الشروط الواجب توفرها في الإصدارات الدولية الجديدة لإمكانية إدراجها ضمن مؤشر داوجونز للصكوك:

جدول رقم (5-3): معايير إدراج إصدارات الصكوك الدولية في مؤشر داوجونز للصكوك

المعايير	الوصف
الامتثال للضوابط الشرعية	توافق إصدار الصكوك، وما تمثله من أصول أساسية مع المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة الأيوبي (AAOIFI)، وأن يكون هذا الإصدار معتمد من قبل هيئة رقابة شرعية معترفة بما.
عملة الإصدار	الإصدارات الدولية المقومة بالدولار الأمريكي (USD).
نوع العائد المحدد	الإصدارات ذات العائد الثابت والمتغير (العائم).
الحد الأدنى لدرجة التصنيف الائتماني للإصدار	الإصدارات التي لا يقل تصنيفها الائتماني عن BBB ⁻ أو Baa، وأن تكون مصنفة من قبل وكالات التصنيف العالمية مثل ستاندارد آندبورز (S&P)، أو موديز (Moody's) أو فيتش (Fitch).

.../...

توقيت تعديل المؤشر	يتم إضافة وحذف أي إصدار إلا أثناء فترة إعادة توازن المؤشر
الفترة المرجعية لإعادة التوازن	التاريخ المرجعي لإعادة التوازن هو ثلاثة أيام عمل قبل نهاية كل شهر.
تاريخ إعادة التوازن	آخر يوم عمل من نهاية كل شهر.
حجم الإصدار	أن لا يقل عن 200 مليون دولار أمريكي.
الحد الأدنى لعمر الإصدار	أن لا يقل عمر الإصدار عن سنة واحدة.
هيكلية الإصدار	الإصدارات قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء.
تسمية الإصدار "Sukuk Flag"	حتى يكون الإصدار مؤهل للإدراج بالمؤشر، لا بد أن توضع تسمية أو يشار إلى كلمة الصكوك للإصدار ويصادق عليها من قبل شركة طومسون رويترز (Thomson Reuter).

Source: S&P Dow Jones Indices, Dow Jones Sukuk index Methodology, Op-Cit, PP 4-5

تبعاً للجدول رقم (5-1) أعلاه، سنحاول تركيز تحليلنا على بعض المعايير لتوضيحها أكثر، منها:

أولاً- معيار امتثال الصكوك للضوابط الشرعية

يتشكل هذا المعيار حسب المنهجية المعتمدة لبناء مؤشر داوجونز للصكوك من ثلاثة معايير جزئية، لا بد أن تتوفر في الإصدار إمكانية إدراجه ضمن المؤشر مع ضرورة الاستجابة للمعايير الأخرى، تتمثل هذه المعايير الجزئية فيما يلي¹:

1. شهادة اعتماد الإصدار من قبل هيئة رقابة شرعية معترف بها: وذلك بهدف التأكد من أن الصكوك معتمدة من قبل هيئة شرعية ذات سمعة جيدة ومعترف بها. وفي حالات عديدة، ما يتم اعتماد الإصدار شرعياً من قبل أكثر من هيئة رقابة شرعية تكون من الجهة المصدرة أو المنظمة للإصدار وأيضاً من جهة المستثمر، وعادة ما يكون هذا حلاً للإشكالات الشرعية المتعلقة بالاختلافات والتفسيرات الشرعية التي قد تظهر في الإصدار، حيث يتم إدراج فقط الإصدارات المعتمدة من قبل الهيئات الشرعية التي تضم أعضاء لهم سمعة جيدة على الصعيد الدولي أو الاعتماد على أكثر من هيئة رقابة شرعية من مناطق جغرافية مختلفة لديها خبرة في اعتماد الصكوك شرعياً.

2. امتثال الصكوك القابلة للتداول للمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة الأيوبي (AAOIFI): تحظى هيئة الأيوبي (AAOIFI) بدعم وقبول عالمي كبير من قبل المؤسسات المالية الإسلامية والأطراف الفاعلة في الصناعة المالية المصرفية الإسلامية الدولية، وتعد من أهم الجهات الرئيسة المعنية بوضع المعايير الشرعية وكذا المحاسبية لمختلف الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية، منها الصكوك بإصدارها المعيار الشرعي رقم (17) المتعلق بـ "صكوك الاستثمار". من أهداف هذا المعيار بيان قواعد وحكم إصدار صكوك الاستثمار وتداولها، حيث تعد معايير هيئة الأيوبي (AAOIFI) في بعض الدول إلزامية على المؤسسات المالية الإسلامية لديها وفي دول أخرى اختيارية.

¹ S&P Dow Jones Indices, Dow Jones Sukuk index Methodology, Op-Cit, PP 4-5.

ونظراً لأهمية المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة الأيوبي (AAOIFI)، تنص معايير القبول (التأهيل) لإدراج إصدارات الصكوك الدولية بمؤشر داوجونز للصكوك على ضرورة التوافق مع المعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة.

3. امتثال الأصول الأساسية للصكوك مع مبادئ الشريعة: تتشابه معايير فحص الأصول الأساسية للصكوك مع المعايير الشرعية الموضوعية لمؤشرات داوجونز للأسواق المالية الإسلامية (DJIM) التي يتم من خلالها فحص مدى الامتثال الشرعي للنشاط الأساسي لشركة المصدرة للأسهم وعدم قيامها بأنشطة أو دخولها قطاعات محظورة شرعاً.

ثانياً- تعديل المؤشر (إعادة التوازن الشهري للمؤشر)

يتم القيام بإجراء (عملية) إعادة توازن المؤشر شهرياً بعد انتهاء آخر يوم عمل أمريكي في الشهر، من خلال فحص كافة الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي الصادرة في ذلك الشهر والتي تنطبق عليها باقي الشروط المؤهلة للإدراج في مؤشر داوجونز للصكوك المذكورة في الجدول رقم (3-5) أعلاه. وبعد إغلاق آخر ثلاثة أيام عمل قبل نهاية الشهر هي الفترة المرجعية لإعادة توازن المؤشر، المسموح فيها بمحذف أو إضافة إصدارات جديدة مؤهلة للإدراج بالمؤشر، وبعد انتهاء هذه الفترة المرجعية وبالتحديد في إغلاق آخر يوم في الشهر يتم الإعلان عن التغييرات الحاصلة بالمؤشر وقيمتها الجديدة الناتجة عن إعادة التوازن الشهري.

5-2- حساب مؤشر داوجونز للصكوك: إن غالبية مؤشرات ستاندارد آند بورز داوجونز للدخل الثابت (S&P Dow Jones Fixed Income) ومنها مؤشر داوجونز للصكوك - باعتبار الصكوك من أدوات الدخل الثابت - هي مؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية، أي أن وزن كل إصدار بالمؤشر يكون حسب القيمة السوقية له، مثلاً كنسبة مئوية من إجمالي القيمة السوقية للمؤشر، وعليه قيمة المؤشر تساوي القيمة الإجمالية لأوزان إصدارات صكوك المدرجة بالمؤشر ويكون حساب هذه الأخيرة في إغلاق كل يوم عمل أمريكي، على النحو التالي¹:

$$MV_t = PAR_t * \frac{(P_t + AI_t)}{100} \dots \dots \dots (05 - 05)$$

حيث:

MV_t : القيمة السوقية للمؤشر في اليوم t.

PAR_t : القيمة الاسمية للمؤشر حتى آخر إعادة توازن للمؤشر، معدل حسب الأقساط مسبقاً الدفع حتى اليوم t.

P_t : سعر المؤشر في اليوم t.

AI_t : الفوائد المستحقة على المؤشر حتى اليوم t، والتي تحسب على أساس التاريخ الدوري المحدد في نشرة لكل إصدار مدرج بالمؤشر.

للعلم تعد شركة تومسون رويترز (Thomson Reuters) مصدراً لتوفير البيانات وتحديد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك منذ نوفمبر 2016م، محل شركة إنتركتيف للمعطيات -Interactive Data Corporation -IDC- التي تولت هذه المهمة منذ إنشاء المؤشر والإعلان رسمياً عن إدائه في أبريل 2006م².

¹ S&P Dow Jones Indices, Dow Jones Sukuk index Methodology, Op-Cit, P16.

² S&P Dow Jones Indices, **Dow Jones Sukuk Total Return Index (Ex-Reinvestment) "Methodology"**, as of 07/2018, available at: <https://eu.spindices.com/documents/methodologies/methodology-dj-sukuk-total-return-index-exreinvestment.pdf>, Download Date:20/07/2018, p15.

2-6- تقييم مؤشر داوجونز للصكوك: يتمثل تقييمنا لمؤشر داوجونز للصكوك في أهم ما يلي:

✓ قد لا تمثل إصدارات الصكوك المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك سوق الصكوك بشكل جيد، حيث ينحصر الإدراج على الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي فقط في المؤشر، دون إصدارات الصكوك الدولية المقومة بعملات أخرى وكذا إصدارات الصكوك المحلية حتى وإن كانت مقومة بالدولار الأمريكي، وهذا قد لا يعبر عن الصورة الحقيقية لسوق الصكوك ككل، فأغلب إصدارات الصكوك بالعملة المحلية ولدول تحتل الصدارة في صناعة الصكوك كماليزيا ولكن المؤشر لا يتضمنها نظرا للشروط القبول والتأهيل للإدراج فيه؛

وعليه فمن وجهة نظرنا قد لا يعكس مؤشر داوجونز للصكوك بشكل جيد إجمالي سوق الصكوك الدولية بشكل خاص والمحلية بشكل عام، ولكن قد يعكس سوق الصكوك الخليجية التي لديها تقليد أو بالأحرى أفضلية لإصدار صكوكها بالدولار الأمريكي؛

✓ من بين الشروط التي تعاب عليها المعايير المؤهلة للإدراج للصكوك في مؤشر داوجونز للصكوك، أن يكون تصنيفها الائتماني من قبل إحدى وكالات التصنيف العالمية الثلاثة المتخصصة في تصنيف أدوات الدخل الثابت التقليدية (ستاندارد آندبورز (S&P)، وموديز (Moody's) وفيتش (Fitch)). بينما تم استبعاد وكالات التصنيف الأخرى كالكوالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA) الأكثر اختصاصاً في تصنيف الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية مقارنة مع وكالات التصنيف الائتمانية التقليدية. حيث نجد ضمن معايير تصنيف الصكوك لوكالة فيتش للتصنيف (Fitch Ratings) على سبيل المثال لا الحصر، اقتصر تصنيفها على الصكوك القائمة على الأصول التي يكون فيها حق الرجوع على المنشئ دون الصكوك المدعومة بالأصول التي يكون فيها حق الرجوع بالكامل على الأصول- وهو ما تمت الإشارة إليه مسبقاً-، ذلك أن الصكوك القائمة على الأصول قريبة جداً في هيكلتها من سندات التقليدية الناتجة عن عملية التوريق التقليدية، لهذا تعامل وكالات التصنيف الائتماني التقليدية الصكوك كأدوات دين تقليدية لا فرق بينهما رغم اختلافهما؛

وهنا نرى أنه لا بد على ستاندارد آندبورز داوجونز للمؤشرات المالية (S&P Dow Jones Financial Indices) الجهة المسؤولة عن إعداد منهجية بناء مؤشر داوجونز للصكوك أن تُعيد النظر في قائمة وكالات التصنيف التي تعترف بتصنيفها للصكوك، وأن تتضمن وكالات تصنيف إسلامية باعتبارها أكثر اختصاصاً من نظيرتها التقليدية في التقييم الائتماني والشعري للمنتجات والأدوات المالية الإسلامية هذا من جهة، ومن جهة أخرى لا بد من النهوض والارتقاء بوكالات التصنيف الإسلامي للاعتراف بها على المستوى العالمي ويكون لها وزن خاص ضمن وكالات التصنيف الائتمانية العالمية؛

✓ حسب منهجية مؤشر داوجونز للصكوك، تعامل هذه الأخيرة على أنها إحدى أنواع أدوات الدخل الثابت التقليدية لها نفس الطريقة الحسابية في تحديد العائد الإجمالي لها، لا على أنها أداة تمويلية إسلامية لها خصائصها المميزة في احتساب عوائدها.

✓ لاحظنا أنه يعاد حساب قيمة المؤشر من جديد بـ100 نقطة أساس كل 10 سنوات، مما قد لا يعكس بشكل صحيح أداء والاتجاه العام لحركة أسعار الصكوك مع مرور الزمن.

بالرغم من هذه الانتقادات يحتل مؤشر داوجونز للصكوك مكانة متميزة لدى متخذي القرار من مصدريين ومستثمرين وكذا باحثين وأكاديميين. فهو أحد المؤشرات المالية الأولى والقليلة المتخصصة في قياس الأداء العام لسوق الصكوك حديث النشأة، يساعد المستثمرين والباحثين من تكوين صورة واضحة عن سلوك واتجاه أداء السوق. وفيما يلي تعريف مختصر لمؤشري المقارنة.

7-2- تعريف مختصر لمؤشري المقارنة

7-2-1- التعريف بمؤشر ستاندارد آند بورز لأسهم الشركات الأمريكية (SPX)* : يضم المؤشر أسهم أكبر 500 شركة في مجال الصناعة والنقل والمالية في الولايات المتحدة، ويعبر عن أدائها، تم إطلاق هذا المؤشر في عام 1957، وهو مقياس يستند إلى قاعدة عريضة لقياس التغيرات في أحوال سوق الأسهم الأمريكية بناء على معدل الأداء تلك الأسهم المملوكة لعدد متنوع من المستثمرين، ويُعتبر اختيار الأسهم وقيمتها النسبية لتعكس الفروقات في عدد الأسهم القائمة ونشر المؤشر نفسه خدمات لشركة ستاندر آند بورز¹.

7-2-2- التعريف بمؤشر ستاندارد آند بورز لسندات الشركات الأمريكية (SPB)** : يمكن تعريفه بشكل مختصر، هو مؤشر تم تصميمه ليعكس أداء ديون (سندات) الشركات الأمريكية المدرجة بمؤشر ستاندارد آند بورز لأسهم الشركات الأمريكية (SPX)².

3- المبحث الثالث: تقييم العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة لمؤشر الصكوك ومقارنتها مع مؤشري الأسهم والسندات خلال الفترة (2008-2017م)

سنحاول من خلال هذا الجزء من الدراسة القياسية اختبار العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة (-Risk/Return Trade) لمؤشر داوجونز للصكوك (DJS) ومقارنتها مع المؤشرين محل الدراسة -مؤشر الأسهم (SPX) ومؤشر السندات (SPB)- خلال الفترة الممتدة من (2008/04/30 إلى 2017/10/20)، للإجابة على الإشكالية الجزئية الثالثة، واختبار الفرضية الثالثة القائلة: يقابل تحمل الصكوك الإسلامية لمخاطر إضافية تعويض مستثمريها بعلاوة مخاطرة أكبر مقارنة بالأوراق المالية التقليدية تبعاً لنظرية المحفظة الاستثمارية، وذلك وفق مجموعة من الاختبارات ملخصة في خطوات عبر مخطط موضح في الشكل رقم (5-5) أدناه يبين المراحل المتبعة للدراسة.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الصكوك الدولية ومقارنتها بسوق الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) للتعرف على مدى التقارب أو التباعد بين السوقين، وذلك من خلال:

- ✓ عرض تطور أداء مؤشرات عينة الدراسة خلال الفترة المختارة مع الإشارة لفترة أزمة الرهن العقاري 2008م؛
- ✓ اختبار مدى تماثل أو تباين العائد والمخاطر الكلية بين مؤشرات عينة الدراسة؛
- ✓ تحديد مدى كفاءة وقدرة سوق الصكوك، الأسهم والسندات التقليدية على تعويض المستثمرين بعلاوة مخاطرة؛
- ✓ التعرف على درجة تقلب عوائد سوق الصكوك مقارنة بنظيرتها السندات التقليدية وسوق الأسهم؛

* Standard & Poor's 500 Index (S&P 500)

¹ اعتماداً على: - (Standard & Poor's 500 Index (S&P 500): [https://www.meemapps.com/term/59cd96d5ae64c524d7a055c9/Standard & Poor's 500 Index \(S&P 500\)](https://www.meemapps.com/term/59cd96d5ae64c524d7a055c9/Standard%20&%20Poor's%20500%20Index%20(S%26P%20500))، تاريخ التصفح: 2020/03/21.

** Standard & Poor's 500 Bond Index

² اعتماداً على: - (Standard & Poor's 500 Bond Index: <https://us.spindices.com/indices/fixed-income/sp-500-bond-index>، تاريخ التصفح: 2020/03/21.

الشكل رقم (5-5): مخطط دراسة العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة للمؤشرات محل الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة

3-1- دراسة الإحصاءات الوصفية لسلاسل الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة: وذلك باستخدام مقياس النزعة المركزية والتشتت، الغاية من ذلك عرض تطور أداء مؤشرات عينة الدراسة خلال الفترة المدروسة، ولكن تركيزنا سينصب أكثر حول مؤشر داوجونز للصكوك (DJS)، وستكون المقارنة مع المؤشرين الآخرين في نقاط محددة. ويلخص الجدول رقم (5-4) أدناه نتائج الدراسة.

جدول رقم (5-4): الإحصاءات الوصفية لسلاسل الإغلاق اليومية لمؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة

مقاييس النزعة المركزية والتشتت						المؤشرات محل الدراسة
عدد المشاهدات Observations	الانحراف المعياري Std. Dev	أدنى قيمة Minimum	أعلى قيمة Maximum	الوسيط Median	المتوسط Mean	
2457	19.97	86.74	168.71	141.87	137.94	مؤشر الصكوك DJS
	471.68	676.53	2575.21	1494.81	1601.42	مؤشر الأسهم SPX
	56.18	222.89	437.22	363.79	350.12	مؤشر السندات SPB

المصدر: إعداد الباحثة، اعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

بشكل عام يظهر أن مستوى أسعار مؤشرات الدراسة الثلاثة في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة بالنظر لقيمة المتوسط (Mean)، حيث بلغت قيمة هذه الأخيرة بالنسبة لسلسلة الإغلاق اليومية لمؤشر داوجونز للصكوك (137.94) نقطة أساس وهو موجب، ما يدل على نمو السلسلة خلال فترة الدراسة، وهذا ما يؤكد ويدعم تحليلنا الإحصائي في الفصل السابق عن تحقيق سوق الصكوك نمو إيجابي خلال الفترة المدروسة؛ كما نلاحظ ارتفاع مستوى أسعار كل من مؤشر الأسهم (SPX) -الأعلى مستوى- ومؤشر السندات (SPB) مقارنة بمستوى أسعار مؤشر الصكوك (DJS) الأقل منهما بالعودة إلى قيم مقاييس النزعة المركزية والتشتت (المتوسط، الوسيط، الأعلى والأدنى قيمة) ويظهر ذلك جلياً في التمثيل البياني للوغاريتم سلاسل الإغلاق اليومية للمؤشرات المدروسة خلال فترة الدراسة الموضح في الشكل رقم (5-6) أدناه، قد يرجع ذلك لكبر حجم (قيمة وعدد) إصدارات الأسهم والسندات المدرجة في مؤشر الأسهم (SPX) ومؤشر السندات (SPB) على التوالي، بالإضافة إلى أقدميتهما مقارنة بصناعة الصكوك وحادثة مؤشراتها المالية مع قلة حجم (قيمة وعدد) إصدارات الصكوك التي يتضمنها مؤشر داوجونز للصكوك (DJS)؛

كما سجلت مؤشرات الدراسة أعلى قيمة (Maximum) لها خلال نفس الفترة (سبتمبر 2017م)؛ حيث بلغت (168.71) نقطة أساس بالنسبة لمؤشر داوجونز للصكوك (DJS) في 7 و8 سبتمبر 2017م كأعلى مستوى يصل له خلال فترة الدراسة. وتجدر الإشارة وفي حدود اطلاعنا غياب تحليل اقتصادي مالي من قبل الخبراء والمتخصصين والباحثين حول سبب تحقيق هذا المستوى للمؤشرات الثلاثة لاسيما مؤشر داوجونز للصكوك (DJS)، وقد حاولنا تفسير ذلك، حيث توصلنا إلى ثلاثة عوامل قد تكون ساهمت مجتمعة في تحقيق مؤشر الصكوك (DJS) لهذا المستوى منها:

1. أدى تراجع أسعار النفط خلال الفترة (2014-2015م)، إلى زيارة احتياجات الاستدانة خاصة في دول مجلس التعاون الخليجي لتمويل العجز في موازنتها، وباعتبار الصكوك أحد أهم السبل لمواجهة انخفاض أسعار النفط خصوصاً للجهات السيادية والبنوك والمؤسسات الكبرى في ظل الأوضاع السياسية والاقتصادية التي تعيشها المنطقة، ما أدى إلى انتعاش حجم إصدارات الصكوك عالمياً بداية من عام 2016م لتتجاوز حاجز 100 مليار دولار أمريكي في عام 2017م نتيجة ضخامة الإصدارات السعودية السيادية المحلية والدولية، بعد ثلاث سنوات من تراجع سوق إصدارات صكوك عالمياً عقب بلوغه الذروة في عام 2012م.
2. من بين العوامل الأخرى، عامل "معايير بازل" خصوصاً مع اقتراب موعد التوافق مع متطلبات الرقابية لبنود "بازل 3" المتعلقة بالسيولة ورأس المال، ما أدى إلى منح دفعة إضافية لإصدارات الصكوك خلال عام 2017م، من قبل البنوك خاصة الإسلامية منها للاستثمار في الأصول السائلة عالية الجودة المطابقة للشريعة الإسلامية والاحتفاظ برأس المال نظامي كافي لاستفاء الحد الأدنى لمعايير بازل 3.
3. أدت تداعيات بؤادر الإبقاء على الاتفاق العالمي لخفض إنتاج النفط في عام 2017م بين دول منظمة أوبك (OPEC) ودول خارج المنظمة مثل روسيا إلى استمرار الارتفاع في أسعار النفط الخام؛ إضافة إلى تداعيات إعلان مجلس الاحتياطي الفيدرالي الاتحادي الأمريكي خلال عام 2017م الاستمرار في الرفع التدريجي لأسعار الفائدة خلال عام 2018م، أدت هذه الظروف بالمصدرين السياديين اللجوء إلى إصدار الصكوك خاصة السيادية والدولية منها، أما من جانب الطلب وفي

ظل تراجع إصدارات الصكوك خلال السنوات التي سبقت عام 2017م، سجلت الصكوك تداولاً بأسعار أعلى بسبب انخفاض المعروض وتزايد الطلب من قبل المستثمرين¹.

أما أكبر انخفاض (Minimum) شهدته سلسلة الإغلاق اليومية لمؤشر داوجونز للصكوك فتمثل في أقل قيمة له (86.74) نقطة أساس في تاريخ 09 فيفري 2009م، نتيجة عدة أسباب متتالية أثرت على أداء سوق الصكوك عالمياً، كانت بوادر هذا التراجع عقب تصريح تقي الدين عثمان في نوفمبر 2007 أن 85% من الصكوك لا تتوافق مع الشريعة والذي كان موجهاً بالتحديد إلى الصكوك المبينة على الشراكة، ما أثر لاحقاً على إصدارات الصكوك وأدائها لأن إصدارات الصكوك المبينة على الشراكة هي التي كانت مسيطرة آنذاك، وبعد هذا التصريح بأشهر وبالتحديد في فيفري 2008م أصدرت هيئة الأيوبي (AAOIFI) دليلاً للصكوك المطابقة للشريعة انتقلت على أثره مشكلة المخالفات الشرعية إلى صكوك الإجارة، ما أدى إلى استمرار تراجع أداء سوق الصكوك لكن بوتيرة بطيئة. ومع تفجر الأزمة المالية العالمية في سبتمبر 2008م، واجه سوق الصكوك كغيره من أسواق الأسهم والدين صعوبات كبيرة في أواخر عام 2008م، إذ سجل كلا المؤشرين محل المقارنة أدنى قيمة لهما، حيث تراجع مؤشر الأسهم (SPX) حتى وصل إلى أقل قيمة له (676.53) نقطة أساس) في مارس 2009م، بينما سجل مؤشر السندات (SPB) أدنى قيمة له (222.89) نقطة أساس) في أكتوبر 2008م، نتيجة تداعيات هذه الأزمة المالية من ارتفاع في تكلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرين جراء اختيار أسعار الأصول المالية والعقارية، وانتقال تبعات أزمة الضائقة الائتمانية من المنتجات والأدوات المالية التقليدية إلى الصكوك وتراجعت عوائدها خاصة الإصدارات الدولية منها لانتحاضها معدل الفائدة لبيور أو أحد نظرائه كسعر مرجعي في تحديد تلك العوائد، مما أثر على أداء سوق الصكوك الدولية وأدى إلى تراجعها بشكل كبير -يعد أول تراجع في مسيرة سوق الصكوك بهذا الحجم-، واستمر هذا التراجع بعد ما شهد سوق الصكوك تعثر بعض إصداراته في نهاية عام 2008م وبدايات 2009م، كما لم يشهد سوق الصكوك خلال الربع الأول من 2009م، أي إصدار للصكوك من دول مجلس التعاون الخليجي، أو إصدارات للصكوك دولية بالدولار الأمريكي واقتصرت فقط على إصدارات الصكوك السيادية من ماليزيا وإندونيسيا بالعملة المحلية، فالمستثمرين باتوا أقل ثقة بالقطاع الخاص بعدما شهدت شركاته تعثر في سداد التزاماته، وتجنبهم الاستثمار في أسواق الدخل الثابت ومنها الصكوك لتخوفهم من أن تكون الأصول الحقيقية التي تم إصدار الصكوك على أساسها تعاني من فقاعة قد تنفجر، أدت هذه الأحداث السلبية والمتتالية إلى تسجيل مؤشر داوجونز للصكوك أدنى مستوى له منذ إنشائه².

وقد قسمت سلسلة الإغلاق اليومية لمؤشر داوجونز للصكوك (DJS) على مستوى وسيطي (Median) بلغ (141.87) نقطة أساس؛ أما درجة تشتت القيم هذه السلسلة حول وسطها فيبينها الانحراف المعياري (Std. Dev) ب(19.97) وهو الأقل مقارنة مع المؤشرين الآخرين، بينما سيكون لذلك دلالة عند مقارنة بين الانحراف المعياري لسلسلة عوائد للمؤشري محل الدراسة.

3-2- اختبار استقرارية (السكون) لوغاريتم سلاسل الإغلاق اليومية لمؤشرات الدراسة

تعتبر استقرارية السلاسل الزمنية شرطاً جوهرياً قبل الشروع في دراسة تقلبات أي ظاهرة مالية، من خلال التأكد أولاً من عدم وجود اتجاه في السلسلة الزمنية، ويتحقق ذلك بيانياً عندما ينعدم الاتجاه العام، لأن الصدمات حتى وإن وجدت تكون مؤقتة وتأثيرها عبر

¹ اعتماد على: Thomson Reuters, Sukuk Perceptions, Op-Cit, p10, p14, p82.

² عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، ورقة بحثية مقدمة إلى "المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دمشق، سوريا، جوان 2009م، ص36. ومقال بعنوان: السندات الإسلامية الأفضل رغم الهبوط، المجلة المصرفية الإسلامية، العدد 1، الصادر بتاريخ: 2009/05/16، متاح على الرابط:

http://www.lmcbahrain.com/pdf/48-Monthly-10-09-2016.pdf تاريخ النصف: 2011/03/03.

الزمن يتلاشى وتعود لقيم متوسطها في الأجل الطويل، لذلك نقول عن سلسلة مالية مستقرة إذا كان متوسطها الحسابي، وتباينها وتبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن. أما السلسلة الزمنية غير مستقرة سوف تتضمن صدمات دائمة (Permanent Shocks)، وهذا ما أثبتته عدة دراسات في بداية الثمانينات أن المتغيرات الاقتصادية والمالية غالباً ما تكون سلاسل زمنية غير مستقرة كونها تسير بصفة عامة في اتجاه عام، يعكس الظروف التي تؤثر على جميع مشاهدات السلسلة الزمنية، إما في نفس الاتجاه (محدد) أو في اتجاهات مختلفة (عشوائية)، وكذلك من بين أسباب عدم استقرارية السلاسل المالية وجود مشكل التباين أو سرعة التقلب (Volatility). ولكي يسهل نمذجتها لابد من تحويلها إلى سلسلة زمنية مستقرة.

قد يصعب أحياناً تحديد طبيعة السلسلة الزمنية (مستقرة أو غير مستقرة) سواء بالملاحظة البسيطة أو حتى بالرسم البياني، وهنا نلجأ إلى استخدام مقاييس إحصائية لاختبار وجود أو عدم وجود الاتجاه العام في السلسلة منها اختبار الجذر الوحدوي (Unit Root Tests) الذي يعتبر الأداة الأكثر فعالية وأيضاً دالة الارتباط الذاتي النظرية التي تختلف باختلاف النماذج وتساعد على تمثيل السلاسل الزمنية ميدانياً، وهي الاختبارات التي سنعتمد عليها في دراستنا.

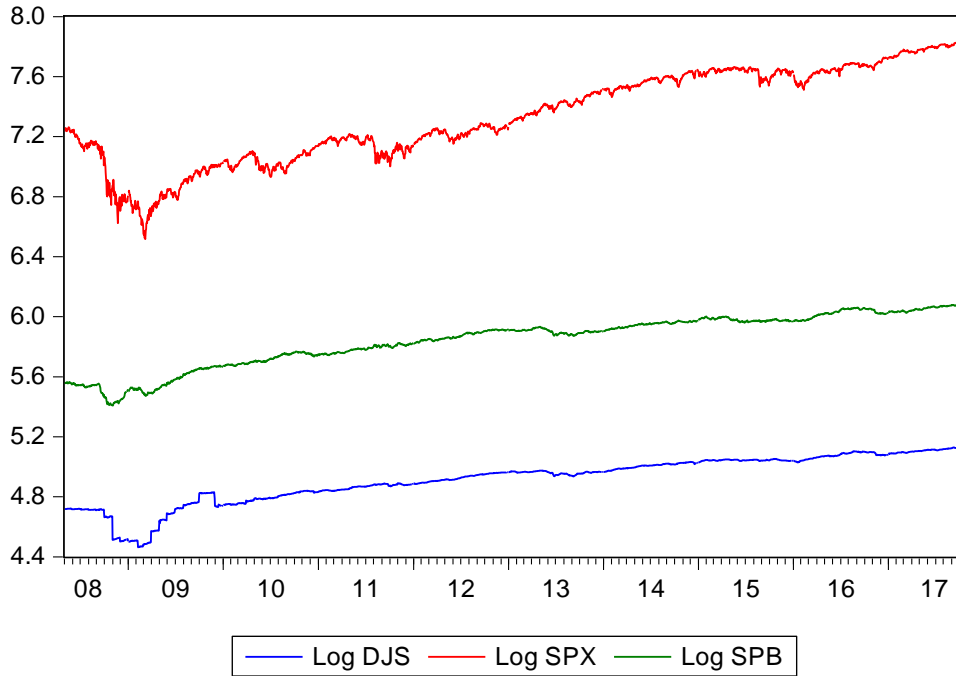
أولاً- تقديم أهم اختبارات الجذر الوحدوي (Unit Root Tests): إن اختبارات الجذر الوحدوي لا تعمل فقط على كشف مركبة الاتجاه العام، بل إنها تساعد على تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسلة مستقرة، ومن أجل فهم هذه الاختبارات لابد من التفريق بين نوعين من النماذج غير مستقرة:

- النموذج (TS Trend Stationary): يبرز هذا النوع من النماذج عدم استقرارية السلسلة لوجود اتجاه عام محدد خطي، وتسمى عدم استقرارية تحديديه (Deterministic)، بسبب ارتباط متوسط هذا النوع من النماذج بالزمن، ولجعله مستقر نقوم بتطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، ذلك أن استخدام الفروقات يخلق اضطرابات مصطنعة في السلسلة الزمنية.
- النموذج (Differency stationary (DS): يبرز هذا النوع من النماذج عدم استقرارية عشوائية، لوجود اتجاه عام عشوائي، وفي حالة معامل ميله يساوي الواحد نكون أمام حالة أو نموذج سير عشوائي (Random Walk Model) وهذه السيرورة لها تطبيقات واسعة في دراسة الأسواق المالية. وتكون هذه السلسلة غير مستقرة بسبب ارتباط الزمن بالتباين ويصبح التباين لانهاضي. ولجعله مستقر نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الأولى.

عادة ما يتم التفريق بين السلسلتين DS و TS من خلال القيام باختبارات الجذر الوحدوي (Unit Root Tests) فوجود جذر الوحدوي ومعامل الاتجاه العام ذو معنوية إحصائية فالسلسلة هي DS، وعليه يمكن القول أن الجذر الوحدوي محتوي فقط في السلسلة من نوع DS وليس السلسلة TS.

ومن أهم اختبارات الجذر الوحدوي التي سنعتمد عليها في اختبارنا لاستقرارية لوغاريتم سلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة هما: اختبار ديكي فولار المطور (Augmented Dickey Fuller (ADF) Test (1981)، وكذلك اختبار فيليبس وبيرون (Phillips and Perron (PP) Test (1988) وقبل إجراء هذين الاختبارين سنقوم بتمثيل السلسلة الزمنية اليومية محل الدراسة لملاحظة ما إذا كانت السلسلة مستقرة أو غير مستقرة.

الشكل رقم (5-6): التمثيل البياني للوغاريتم سلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات المدروسة خلال فترة الدراسة



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9

نلاحظ من خلال الشكل (5-6) أعلاه أن لوغاريتم سلاسل الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة خلال الفترة المدروسة في تطور مستمر، وهو ما أكدته قيم المتوسط الحسابي الموجبة للمؤشرات المدروسة الوارد ذكرها سابقاً في الجدول رقم (4-5)، حيث شهدت مؤشرات الدراسة فترات انتعاش، فبالنسبة لمؤشر داوجونز للصكوك (DJS) كان أكبرها الذي حدث في نهاية شهر فيفري 2009م عندما ارتفعت قيمة المؤشر بـ (10.34 نقطة) محققاً نسبة زيادة قدرت بـ 7.80% من قيمته، ويرجع ذلك إلى انتعاش سوق الصكوك عالمياً نتيجة للتعاوي الاقتصادي الذي شهدته أغلبية الدول الإسلامية خاصة الخليجية منها لارتفاع أسعار النفط، وحدوث فوائض في ميزانيتها، مما دفع بحكومات ومؤسسات الدول الغربية لإصدار الصكوك وتسويقها في المنطقة لامتنعاص السيولة في ظل النقص الكبير في منابع السيولة نتيجة تبعات الأزمة المالية العالمية 2008م؛ بينما شهد مؤشر الأسهم (SPX) أكبر ارتفاع له بـ (104.13 نقطة) في أكتوبر 2008م مسجلاً نسبة زيادة وصلت إلى 11.58% من قيمته*؛ أما بالنسبة لمؤشر السندات (SPB) فقد شهد أكبر انتعاش له بـ (4.31 نقطة) في مارس 2009م محققاً نسبة زيادة قدرت بـ 1.80% من قيمة المؤشر.

كما شهدت مؤشرات الدراسة فترات تذبذب وتدهور ناتجة عن الأحداث السلبية والأزمات التي مر بها العالم خلال فترة الدراسة وأثرت على جل الأسواق المالية. حيث نجد أن أكبر تراجع شهده مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) خلال فترة الدراسة كان في سبتمبر 2008م، عندما فقد (5.74 نقطة) متراجعاً بنسبة 5.13% من قيمته، نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م؛ بينما فقد مؤشر الأسهم (SPX) (90.17 نقطة) مسجلاً نسبة تراجع قدرت بـ (9.03%) من قيمته في أكتوبر 2008م وهي الأكبر خلال فترة

* لكن سرعان ما فقد مؤشر الأسهم (SPX) هذه الزيادة في اليوم الموالي، وسجل أكبر تراجع له خلال فترة الدراسة، ويرجع ذلك إلى الاضطرابات الكبيرة التي شهدتها الأسواق المالية الأمريكية وضبابية المشهد المالي نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م.

الدراسة، أما مؤشر السندات (SPB) فشهد أكبر انخفاض له خلال فترة الدراسة بـ(4.86- نقطة) متراجعا بنسبة حوالي (2%) من قيمته في سبتمبر 2008م أثناء تفجر الأزمة المالية العالمية 2008م. لكن إذا ما قورنت درجة تشتت قيم السلاسل الزمنية اليومية لمؤشرات الدراسة حول وسطها خلال فترة الأزمة المالية العالمية 2008 م، أي من 2008/04/30م إلى غاية 2009/06/30م، والمعبر عنها بالانحراف المعياري (Std. Dev) الملخصة في الجدول رقم (5-5) أدناه نجد أن مؤشر الصكوك (DJS) كان الأقل حدة وسجل أدنى قيمة (Std. Dev) له مقارنة مع مؤشري الأسهم (SPX) والسندات (SPB) نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م .

الجدول رقم (5-5): قيم الانحراف المعياري لبيانات السلسلة اليومية لمؤشرات الدراسة خلال فترة الأزمة المالية 2008م

	DJS	SPB	SPX
Std. Dev	9.59	10.81	219.18
Observations	303	303	303

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9

بشكل عام نلاحظ أن السلاسل الزمنية لمؤشرات الدراسة غير مستقرة بيانيا، حيث سجلت حالات تراجع وانتعاش متباعدة، ولكن يعد الحكم على مدى استقرار السلسلة الزمنية بملاحظة التمثيل البياني غير كافي ودقيق. حيث ينبغي القيام ببعض الاختبارات للتأكد من مدى وجود جذر وحدوي، والمتمثلة في اختبار ديكي فولار المطور (ADF)، وكذلك اختبار فيليبس وبيرون (PP)، يتم اختبار وفق الفرضيتين التاليتين:

✓ H_0 : سلسلة لوغاريتم المؤشر محل الدراسة خلال فترة الدراسة تحتوي على جذر وحدوي (السلسلة غير مستقرة).

✓ H_1 : سلسلة لوغاريتم المؤشر محل الدراسة خلال فترة الدراسة لا تحتوي على جذر وحدوي (السلسلة مستقرة).

1- اختبار ديكي فولار المطور (ADF): جاء اختبار ديكي فولار المطور (ADF) كتحسين (تطوير) لاختبار ديكي فولار البسيط Dickey- Fuller (DF) Test بإدراجه حالة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، والتي لم يأخذها ديكي فولار البسيط (DF) بعين الاعتبار فهو يفترض أن النموذج ε_t عبارة عن صدمات عشوائية.

ويقوم اختبار ديكي فولار المطور (ADF) على اختبار المعنوية الإحصائية لمقدرات النماذج المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وهي:

✓ نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة (AR(P):

$$M(4) : \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(05-06)$$

✓ نموذج AR(P) مع وجود الثابت:

$$M(5) : \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots\dots\dots(05-07)$$

✓ نموذج AR(P) مع الثابت و الاتجاه العام:

$$M(6) : \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + bt + \varepsilon_t \dots\dots\dots(05-08)$$

بالنسبة للقرار:

أ- إذا كانت t_c المحسوبة (بالقيمة المطلقة) $t < t_c$ المجدولة (بالقيمة المطلقة): نرفض فرضية العدم $H_0: \lambda=0$ أو $\lambda=1$ ، ونقبل الفرضية البديلة $H_1: \lambda \neq 0$ أو $\lambda \neq 1$ ، وبالتالي تكون السلسلة مستقرة.

ب- إذا كانت t_c المحسوبة (بالقيمة المطلقة) $t > t_c$ المجدولة (بالقيمة المطلقة): نقبل فرضية العدم $H_0: \lambda=0$ أو $\lambda=1$ ، ونرفض الفرضية البديلة $H_1: \lambda \neq 0$ أو $\lambda \neq 1$ ، وبالتالي تكون السلسلة غير مستقرة.

كما يتطلب هذا الاختبار (ADF) جدول إحصائي مخالف لجدول ديكي فولار البسيط (DF)، ويتم تحديد درجة التأخير اعتماداً على إحصائية (AIC) و إحصائية (SC) SCHWARZ.

ويخلص الجدول رقم (5-6) أدناه النتائج المتوصل إليها.

جدول رقم (5-6): نتائج اختبار ديكي فولار المطور (ADF) للوغاريتم سلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة

القيم الحرجة عند نسب المعنوية الشهرية			الاحتمال Prob	إحصائية ADF للوغاريتم سلسلة الأسعار النموذج ذو ثابت واتجاه عام*	المعيار	المؤشرات محل الدراسة
%10	%5	%1				
-3.127693	-3.411640	-3.961786	0.0086	-2.653057	AIC (P=4)	مؤشر الصكوك DJS
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.2566		
-3.127692	-3.411638	-3.961782	0.0099	-2.601672	SC (P=2)	
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.2796		
-1.616613	-1.940953	-2.565905	0.0064	**النموذج دون ثابت ودون اتجاه عام	AIC (P=3)	مؤشر الأسهم SPX
				1.760857		
			0.0014	نسبة الاحتمال (P-Value): 0.9816	SC (P=2)	
				1.651040		
			نسبة الاحتمال (P-Value): 0.9764			
-3.127692	-3.411638	-3.961781	0.0841	النموذج ذو ثابت واتجاه عام*	AIC (P=2)	مؤشر السندات SPB
				-1.815921		
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.6970	SC (P=2)	
				-1.815921		
			نسبة الاحتمال (P-Value): 0.6970			

*تم اختيار النموذج ذو ثابت ودون اتجاه عام لأنه كان مقبول عند مستوى معنوية 1% بالنسبة لمؤشر الصكوك (DJS) وعند مستوى معنوية 10% بالنسبة لمؤشر السندات (SPB) بالنظر إلى الاحتمال (Prob). **تم اختيار النموذج دون ثابت ودون اتجاه عام لأنه كان مقبول عند مستوى معنوية 1% بالنسبة لمؤشر الأسهم (SPX) بالنظر إلى الاحتمال (Prob).

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

تشير نتائج ديكي فولار المطور (ADF) الواردة في الجدول رقم (5-6) أعلاه، إلى أن لوغاريتم جل سلاسل الأسعار اليومية للمؤشرات محل الدراسة غير مستقرة خلال فترة الدراسة، حيث كانت القيمة المحسوبة لإحصائية (ADF) حسب معياري (AIC) و (SC) بالقيمة المطلقة أقل تماماً من القيم الحرجة لتوزيع (Mackinnon) عند نسب معنوية 1% و 5% و 10%، وهذا ما تؤكد نسب الاحتمال (P-Value) والتي كانت أكبر تماماً من درجة معنوية 5% لكافة المؤشرات؛ لكن نستثنى مؤشر الأسهم (SPX) الذي استقر عند نسبة معنوية 10% حيث كانت إحصائية (ADF) للمؤشر حسب معياري (AIC) و (SC) بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيمة الحرجة (1.616613).

وبشكل عام يمكن أن نقبل الفرضية H_0 وهي فرضية وجود الجذر الوحدوي حسب إحصائية (ADF)، أي أن سلسلة أسعار مؤشرات الدراسة غير مستقرة.

1- اختبار فيليبس وبيرون (Phillips and Perron (PP): يقوم هذا الاختبار على التصحيح غير المعلمي (No-parametric)، لإحصائيات ديكي فولار البسيط (DF)، وذلك من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية مع الأخذ في الحسبان إلغاء التحيزات الناجمة عن المميزات الخاصة بالتذبذبات العشوائية، بمعنى أنه يأخذ بعين الاعتبار التباين الشرطي للأخطاء، ويتم إجراء هذا الاختبار في أربعة مراحل¹ وهي:

✓ تقدير معاملات النماذج الثلاثة M(1), M(2), M(3) لاختبار ديكي فولار البسيط (DF) بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)؛

✓ حساب التباين قصير الأجل، وهو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية (البواقي $\hat{\varepsilon}$):

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2 \dots\dots\dots(05-09)$$

✓ حساب المعامل التصحيحي Facteur Correctif أو ما يسمى بالتباين طويل الأجل، والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة، بالعلاقة التالية:

$$S_i^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2 + 2 \sum_{i=1}^l (1 - \frac{i}{l+1}) \frac{1}{N} \sum_{i+1}^n \hat{\varepsilon}_i \hat{\varepsilon}_{i-1} \dots\dots\dots(05-10)$$

ومن أجل تقدير هذا التباين لأبد من تحديد عدد التأخيرات (l) Newey-West والذي يمكن حسابه بالعلاقة التالية:

$$l \approx 4(N/100)^{2/9} \dots\dots\dots(05-11)$$

✓ حساب إحصائية فيليبس وبيرون (PP) وذلك استناداً للعلاقة التالية:

$$t_{\phi_i^*} = \sqrt{k} \cdot \frac{\phi_i^*}{\sigma^{\wedge 2}_{\phi_i^*}} + \frac{N(k-1)\sigma^{\wedge 2}_{\phi_i^*}}{\sqrt{k}} \dots\dots\dots(05-12)$$

حيث: $k = \frac{\sigma^{\wedge 2}_{\phi_i^*}}{S_i^2}$ والتي تصبح مساوية للواحد في حالة إذا ما كانت الأخطاء تشويش أبيض.

¹محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات وتطبيقات"، ط1، دار الحامد، الأردن، 2011م، ص 210.

بعد حساب إحصائية فيليبس وبيرون (PP) تتم مقارنتها مع القيمة الحرجة المستخرجة من جدول Mackinnon، ولها نفس قرار اختبار (ADF).

وقد كانت نتائج دراستنا كما هي موضحة في الجدول رقم (7-5) أدناه:

جدول رقم (7-5): نتائج اختبار (PP) للوغاريتم سلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة باستعمال نواة Bartlett

القيم الحرجة عند نسب المعنوية الشهرية			الاحتمال Prob	إحصائية (PP) للوغاريتم سلسلة الأسعار النموذج ذو ثابت واتجاه عام*	المعيار	المؤشرات محل الدراسة
%10	%5	%1				
-3.127692	-3.411638	-3.961781	0.0140	-2.611748	Newey-West	مؤشر الصكوك DJS
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.2750		
				-2.579750	Andrews	
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.2897		
-3.127692	-3.411638	-3.961781	0.0000	-4.039012	Newey-West	مؤشر الأسهم SPX
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0078		
				-4.071841	Andrews	
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0070		
-3.127692	-3.411638	-3.961781	0.0841	-1.815921	Newey-West	مؤشر السندات SPB
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.6970		
				-1.899231	Andrews	
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.6546		

* تم اختيار النموذج ذو ثابت وذو اتجاه عام لأنه كان مقبول عند مستوى معنوية 5% بالنسبة لمؤشري الصكوك والأسهم وعند مستوى معنوية 10% بالنسبة لمؤشر السندات بالنظر إلى الاحتمال (Prob).

المصدر: إعداد الباحثة، اعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (7-5) أن الإحصائيات المحسوبة لفيليبس وبيرون (PP) بالقيمة المطلقة لكل من مؤشر الصكوك (DJS) ومؤشر السندات (SPB) وفقاً لنافذتين (Newey-West) و (Andrews) باستعمال نواة (Bartlett) كانت أقل تماماً من القيم الحرجة لتوزيع (Mackinnon) عند مستويات معنوية 1% و 5% و 10%، وهو ما يؤكد نسب الاحتمال (P-Value) الأكبر تماماً من درجة معنوية 5% للنافذتين السابق ذكرهما، لذلك يمكن القول أن سلسلتي مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) ومؤشر السندات (SPB) غير عشوائية وغير متكاملة من الدرجة (0)، وبالتالي نقبل الفرضية H_0 وهي فرضية وجود الجذر الوحدوي حسب إحصائية (PP)، أي أن سلسلتي مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) ومؤشر السندات (SPB) غير مستقرتين خلال فترة الدراسة. بينما استقرت سلسلة أسعار مؤشر الأسهم (SPX)، حيث كانت إحصائية فيليبس وبيرون (PP) المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من الجدولة عند نسب المعنوية الشهرية 1% و 5% و 10%، وهو ما يؤكد نسب الاحتمال (P-Value) الأقل تماماً من درجة معنوية 5% للنافذتين (Newey-West) و (Andrews)، وبالتالي نرفض الفرضية H_0 ونقبل الفرضية H_1 هي فرضية عدم وجود الجذر الوحدوي حسب إحصائية (PP)، أي أن سلسلة مؤشر الأسهم (SPX) مستقرة خلال فترة الدراسة.

ثانيا- اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي البسيط والجزئي:

أ- دالة الارتباط الذاتي: توضح دالة الارتباط الذاتي لسلسلة زمنية الارتباط الموجود بين المشاهدات لفترات مختلفة، أي أنها تهتم بدراسة ارتباط السلسلة بذاتها، من خلال كشف الارتباطات الداخلية فيها. وتمثل دالة الارتباط الذاتي عند الفجوة k كما يلي:

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{t=k+1}^T (Y_t - \bar{Y})(Y_{t-k} - \bar{Y})}{\sum_{t=1}^T (Y_t - \bar{Y})^2}, t = 1, 2, 3, \dots, T \dots \dots \dots (05 - 13)$$

ويمكن حساب الصيغة من بيانات عينة على النحو التالي:

$$\rho(k) = \frac{\gamma(k)}{\gamma(0)} \dots \dots \dots (05 - 14)$$

حيث:

$$\hat{\gamma} = \frac{\sum (Y_t - \bar{Y})(Y_{t+k} - \bar{Y})}{T - k} \dots \dots \dots (05 - 15)$$

و

$$\hat{\gamma}(0) = \frac{\sum (Y_t - \bar{Y})^2}{T} \dots \dots \dots (05 - 16)$$

حيث T تمثل حجم العينة و k طول الفجوة الزمنية، وتتراوح قيمة معامل الارتباط الذاتي $\rho(k)$ بين -1 و +1.

ب- الارتباط الذاتي الجزئي: يشبه الارتباط الذاتي الجزئي معامل الانحدار الجزئي؛ فهو يمثل الارتباط بين قيم متتالية لمتغير ما خلال فترتين مع افتراض ثبات قيم الفترات الأخرى، فمعامل الارتباط بين Y_t و Y_{t-j} يشير إلى أن الارتباط بين Y_t و Y_{t-j} مع استبعاد أثر قيم Y الأخرى، ونسمي الارتباط الذاتي الجزئي من المرتبة k لأي سيروورة عشوائية Φ_{SJ} والحصول عليها يكون من خلال حل المعادلات التالية:

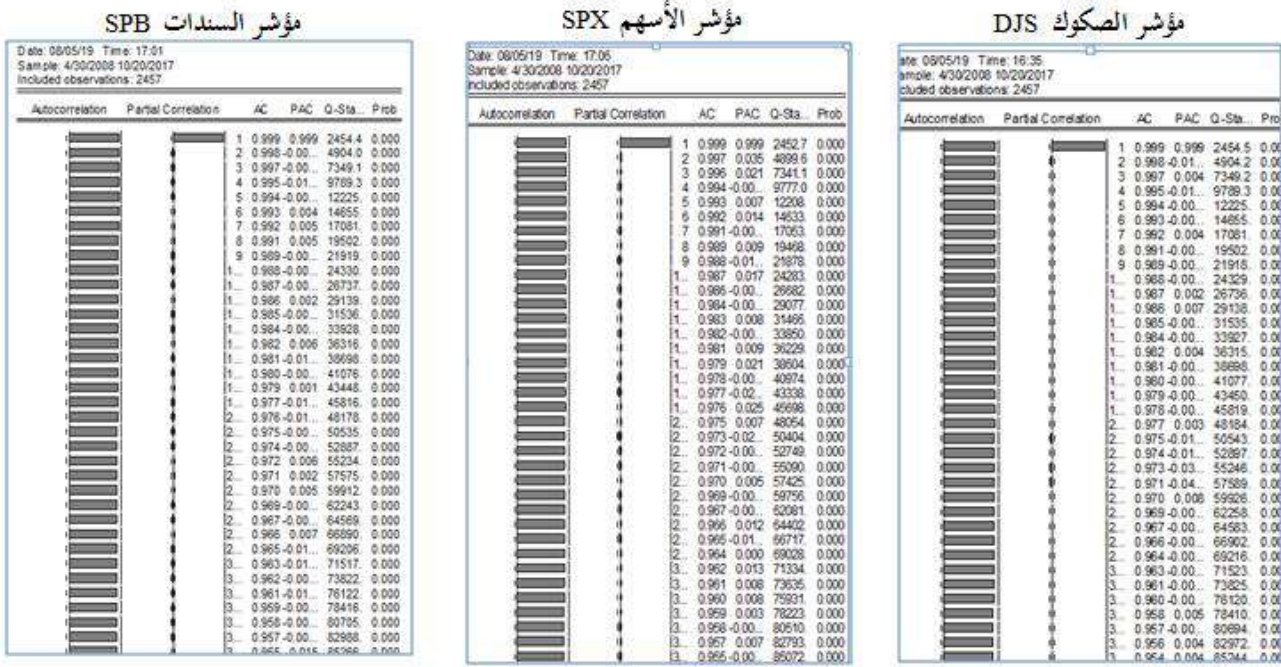
$$\rho_k = \sum_{j=1}^s \phi_{sj} \rho_{k-j}, k=1,2,\dots,j,\dots \dots \dots (05-17)$$

ونقول إذن عن سلسلة أنها مستقرة إذا كان معامل الارتباط الذاتي يساوي الصفر أو قريب منه لأي فجوة أكبر من الصفر، أي أنه في هذه الحالة يجب أن تنخفض الارتباطات الذاتية بسرعة كلما ارتفع k ، أما إذا كانت السلسلة غير مستقرة، فإن الخطوة القادمة هي محاولة تفريقها باستعمال الفروقات للسلسلة.

ويشير الشكل رقم (5-7) أدناه إلى نتائج دالتي الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلاسل الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة، حيث أن معاملات الارتباط الذاتي الجزئي كلها داخل مجال الثقة ماعدا الحد الأول الذي كان خارج مجال الثقة، ومنه يمكن القول أن دالة الارتباط الذاتي لسلاسل مؤشرات الدراسة متناقصة مع تزايد الفجوات الزمنية، وبالتالي لا يكون أي دور أو وزن لماضي السلاسل المدروسة.

وعليه يمكن قول أنه حسب اختبار دالة الارتباط الذاتي للسلاسل غير مستقرة، وبالنظر إلى معاملات الارتباط الذاتي الجزئي نلاحظ أنها لا تختلف معنويا عن الصفر ما عدا المعامل الأول الذي يختلف معنويا عن الصفر، وذلك على مستوى مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB).

الشكل رقم (5-7): دالتي الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

ثالثاً- نتائج اختبارات الاستقرار لسلاسل الإغلاق اليومية لمؤشرات الدراسة: يظهر من خلال اختبارات الكشف عن الاستقرار لسلسلة لوغاريتم الأسعار اليومية لمؤشرات الدراسة أنها غير مستقرة، وغير متكاملة من الدرجة (0) أي تحتوي على الجذر الوحدوي، مما يتطلب البحث عن درجة التكامل من خلال حساب الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة لوغاريتم أسعار المؤشرات محل الدراسة، وكون العوائد عبارة عن الفروقات من الدرجة الأولى، وعليه سنحصل على سلسلة العوائد اليومية لمؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB) ونحاول دراسة استقراريتها.

3-3- اختبار استقرار سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة

سيتم اختبار استقرار سلسلة لوغاريتم أسعار مؤشرات الدراسة المستقرة اعتماداً على اختباري ديكي فولار المطور (ADF) واختبار فيليبس وبيرون (PP)، وفق ما يلي:

أولاً- إيجاد سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة: كما تمت الإشارة إليه سابقاً سيتم الحصول على سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB)، تم احتساب العوائد اليومية في الزمن المستمر بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى لإزالة مركبة الاتجاه العام العشوائية من سلسلة لوغاريتم أسعار مؤشرات الدراسة،

$$\nabla \text{Log } I_t = \text{Log } I_t - \text{Log } I_{t-1} \dots \dots \dots (5 - 18)$$

$$\forall t = 2, \dots, 2457$$

كما يتم حساب العوائد اليومية للمؤشر من خلال المعادلة التالية:

$$R_t = \text{Ln} \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \dots \dots \dots (5 - 19)$$

حيث:

R_t : عائد المؤشر ما بين الفترة t و $t-1$

P_t : سعر الإغلاق اليومي للمؤشر خلال اليوم t .

P_{t-1} : سعر الإغلاق اليومي للمؤشر خلال اليوم السابق $t-1$

Ln : اللوغاريتم النيبيري.

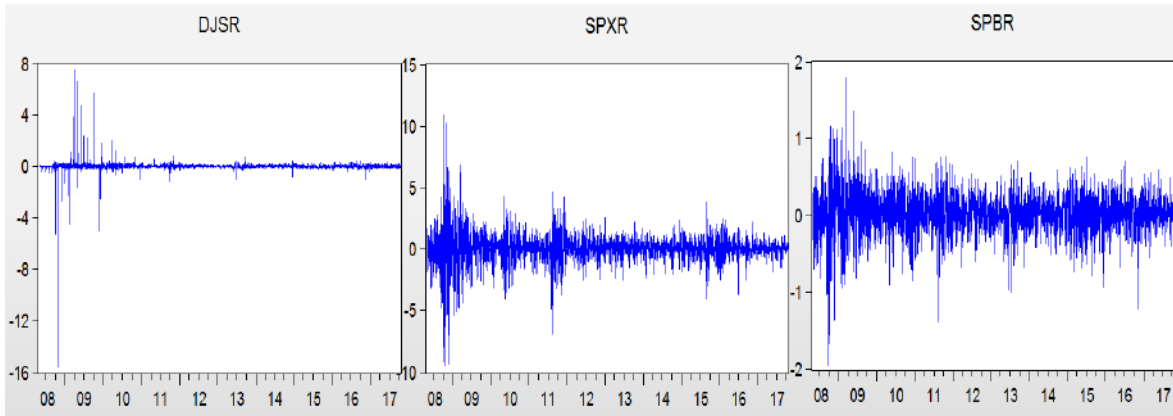
وقدمت حساب العائد بصيغة اللوغاريتم النيبيري باعتباره أكثر تماثلاً (Symmetric)، من حسابه باستخدام الصيغة الحسابية

التالية¹:

$$R_d = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (5 - 20)$$

ويمثل الشكل (5-8) أدناه سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB).

الشكل رقم (5-8): التمثيل البياني لسلسلة العوائد اليومية للمؤشرات المدروسة خلال فترة الدراسة



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9

يعرض الشكل (5-8) أعلاه سلسلة العوائد (الفروقات من الدرجة الأولى) اليومية للمؤشرات محل الدراسة، حيث يبرز التفافها حول محور الفواصل (تدور حول الصفر)، أي أن متوسطها الحسابي يساوي الصفر وتباينها ثابت عبر الزمن، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة، لكن نلاحظ وجود تذبذبات عشوائية وتركز أو تجمع التقلبات الحادة في فترات معينة، إذ يظهر جليا في الشكل خاصة خلال عامي 2008م و2009م أن التغيرات الكبيرة في قيم العوائد تعقبها تغيرات كبيرة أخرى، أي أن التراجع الكبير في قيم العوائد يعقبه

¹ علما أن الصيغتين تعطيان عوائد متقاربة في حالة العوائد الصغيرة، أنظر:

Hashemi, Jahangir and Hussain Abrar, "ActivePortfolio Management-A performance evaluation of Swedish equity mutual funds", Department of Science in Finance, university of Gothenburg, 2009

نمو كبير في قيم العوائد أو العكس، والتغيرات الضعيفة نفس الشيء تعقبها تغيرات ضعيفة، وبعبارة أخرى فإن المستوى الحالي للتذبذب يميل إلى أن يكون مرتبطاً ارتباطاً إيجابياً مع مستواه خلال الفترات السابقة مباشرة، وهو ما يسمى بتكدس التقلبات في فترات معينة¹. إن الحكم على استقرار السلسلة لا يكون بملاحظة التمثيل البياني لسلسلة الفروقات فقط، بل ينبغي القيام باختبارات الاستقرار (ADF) و (PP) على سلسلة العوائد.

ثانياً- اختبار ديكي فولار المطور (ADF) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة: تشير النتائج الموضحة في الجدول رقم (5-8) أدناه إلى استقرار سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة، حسب ما أشارت إليه إحصائية ديكي فولار المطور (ADF) وفقاً لمعيار (AIC) و (SC) الأكبر تماماً من القيم الحرجة لتوزيع (Mackinnon) عند نسب المعنوية الشهيرة 1%، 5%، 10%، وهو ما يؤكد نسب الاحتمال (P.Value) الأقل تماماً من 0.05، وعليه يمكن القول أن سلسلة أسعار مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB) متكاملة من الدرجة الأولى، وبالتالي نقبل الفرضية H₁ وهي فرضية استقرار سلسلة العوائد اليومية للمؤشرات الدراسة.

جدول رقم (5-8): نتائج اختبار ديكي فولار المطور (ADF) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة

القيم الحرجة عند نسب المعنوية الشهيرة			الاحتمال Prob	إحصائية ADF لسلسلة العوائد النموذج ذو ثابت واتجاه عام*	المعيار	المؤشرات محل الدراسة
10%	5%	1%				
-1.616613	-1.940953	-2.565905	0.0552	-27.63948	AIC (P=3)	مؤشر الصكوك DJS
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0000		
			0.0000	-47.67007	SC (P=0)	مؤشر الأسهم SPX
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001		
			0.0001	-39.58462	AIC (P=4)	مؤشر السندات SPB
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0000		
0.0000	-54.06059	SC (P=0)	مؤشر السندات SPB			
	نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001					
-2.567336	-2.862518	-3.432823	0.0014	النموذج ذو ثابت ودون اتجاه عام**	AIC (P=4)	مؤشر السندات SPB
				-23.08839		
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0000		

*تم اختيار النموذج دون ثابت ودون اتجاه عام لمعيار (AIC) و (SC) لأنه كان مقبولاً عند مستوى معنوية 10% و 1% على التوالي بالنظر إلى احتمال (Prob).

**تم اختيار النموذج ذو الثابت ودون اتجاه عام لمعيار (AIC) لأنه كان مقبولاً عند مستوى معنوية 5% بالنظر إلى احتمال (Prob).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

¹ اعتماداً على: عائشة بخالد، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي، مرجع سابق، ص 102

ثالثاً- اختبار فيليبس وبيرون (PP) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة: كانت نتائج دراستنا حسب ما هو موضح في الجدول رقم (5-9) أدناه، كما يلي:

جدول رقم (5-9): نتائج اختبار فيليبس وبيرون (PP) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة باستعمال نواة Bartlett

القيم الحرجة عند نسب المعنوية الشهرية			الاحتمال Prob	إحصائية (PP) لسلسلة العوائد النموذج دون ثابت ودون اتجاه عام	المعيار	المؤشرات محل الدراسة
%10	%5	%1				
-1.616613	-1.940953	-2.565904	0.0000	-47.66244	Newey-West	مؤشر الصكوك DJS
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001		
				-47.67007	Andrews	
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001		
				-54.42408	Newey-West	مؤشر الأسهم SPX
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001		
				-54.06059	Andrews	
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001		
				-49.10831	Newey-West	مؤشر السندات SPB
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001		
				-48.04432	Andrews	
				نسبة الاحتمال (P-Value): 0.0001		

* تم اختيار النموذج دون ثابت ودون اتجاه عام لمعياري (AIC) و (SC) لأنه كان مقبولاً عند مستوى معنوية 1% على التوالي بالنظر إلى احتمال (Prob).

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

نلاحظ من خلال الجدول (5-9) أن الإحصائيتين المحسوبتين لفيليبس وبيرون وفق النافذتين (Newey-West) و (Andrews) بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيم الحرجة لتوزيع (Mackinnon) والتي تساوي بالقيمة المطلقة (2.5659) و (1.9409) و (1.6166) المقابلة لمستويات المعنوية 1% و 5% و 10% على الترتيب، وهذا ما يؤكد نسب الاحتمال (P-Value) المساوية إلى الصفر (0) الأقل تماماً من 5% لكلا النافذتين باستعمال نواة (Bartlett). وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 وبالتالي سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB) مستقرة.

رابعاً- نتائج اختبارات الاستقرار لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة

لقد بينت نتائج اختباري الاستقرار عن تكامل جميع أسعار مؤشرات الدراسة عند الدرجة الأولى واستقرت سلسلة عوائدها حسب ما أشارت إليه إحصائيتي ديكي فولار المطور (ADF) وفيليبس وبيرون (PP) التي كانت القيم المحسوبة لهما أقل من القيم الحرجة لتوزيع Mackinnon عند نسب المعنوية الشهرية 1% و 5% و 10%، وبالتالي يمكن القول أن سلسلة الأسعار متكاملة من الدرجة الأولى، أي أن سلسلة العوائد اليومية للمؤشرات الثلاثة مستقرة ولا تحتوي على الجذر الوحدوي.

بعد القيام باختبارات الاستقرار، يمكن اختبار فرضية دراستنا القائلة أن هناك علاقة إيجابية بين العوائد والمخاطر الكلية بين سلسلة العوائد والمخاطر الكلية لمؤشرات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة، إذ يتطلب تطبيق باقي الاختبارات والإحصائيات الوصفية لدالة التوزيع الإحصائية لسلسلة عوائد المؤشرات المدروسة أن تكون مستقرة.

3-4-4-اختبارات الإحصائية الوصفية والتوزيع الطبيعي لسلاسل عوائد مؤشرات الدراسة: ينتمي اختبار التوزيع الطبيعي إلى مقياس الشكل، وللبدء بدراسة السلوك الدوري لأي سلسلة زمنية مستقرة، فلا بد من دراسة التوزيع الاحتمالي الذي تخضع له أي ظاهرة من أجل إعطاء نظرة أولية حول طبيعة هذه السلسلة المستقرة¹؛ إذ يعد شكل التوزيع الاحتمالي لعوائد ورقة مالية ما مهماً لتحديد درجة مخاطرها، فكلما كان أكثر اتساعاً زاد احتمال حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الورقة المالية ونقول عن الورقة المالية أنها ذات مخاطرة عالية؛ وفي نفس الوقت يعد تحديد التوزيع الاحتمالي لعائد الصك أو أي ورقة مالية أخرى متداولة في السوق المالي مهماً لاختيار نوع الاختبارات التي يمكن استخدامها في الدراسة، حيث توجد اختبارات تشترط التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد الورقة المالية محل الدراسة (خاصة منها الاختبارات المعلمية)، في حين هناك اختبارات لا تشترط ذلك (منها الاختبارات غير المعلمية).

نذكر أنه من خصائص التوزيع الطبيعي ينبغي أن يكون معامل التناظر (Skewness) معدوماً ومعامل التفلطح (Kurtosis) مساوياً إلى ثلاثة (03)، فالقانون الطبيعي يتميز بالتناظر بالنسبة إلى المتوسط وباحتمال ضعيف للقيم الشاذة، حيث يجمع اختبار Jarque-Bera (JB) بين المعاملين السابقين (Skewness و Kurtosis).

كما تجدر الإشارة إلى أن السلاسل الزمنية المالية عادة ما تتسم بتوزيع غير طبيعي (توزيع غير متناظر)، وهذه إشارة إلى عدم خطية النموذج والذي يتلاءم مع الظاهرة المدروسة، باعتبار وجود تذبذبات غير ثابتة في التباين الشرطي للصدمات التي تطرأ على السوق المالي، وهو ما سنحاول التأكد منه خلال دراستنا هذه، حيث سنقتصر في دراستنا على الاختبارات المعلمية فقط لتوزيع الطبيعي وهي: (Skewness, Kurtosis, Jarque-Bera (JB)، لمعرفة ما إذا كانت سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB) ذات توزيع طبيعي؟ يتم الاختبار وفق الفرضيتين الآتيتين:

H_0 : سلسلة عوائد المؤشر محل الدراسة تتوزع توزيعاً طبيعياً خلال فترة الدراسة.

H_1 : سلسلة عوائد المؤشر محل الدراسة لا تتوزع توزيعاً طبيعياً خلال فترة الدراسة.

حيث أنه إذا كانت $JB > \chi_a^2(2)$ فإننا نرفض H_0 فرضية التوزيع الطبيعي للسلسلة بنسبة معنوية a .

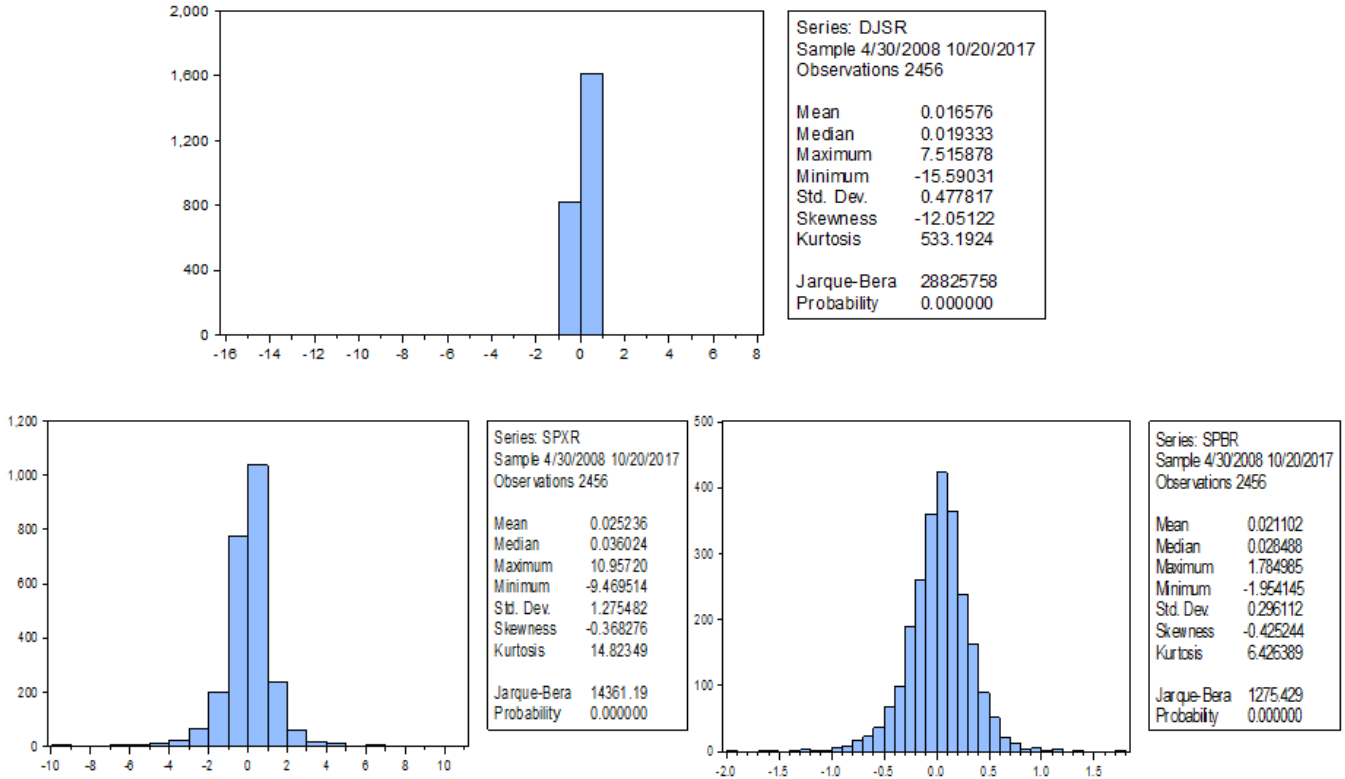
وقد كانت نتائج دراستنا لاختبارات الإحصائية الوصفية والتوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة، كما يلي:

يبدو من الشكل رقم (5-9) أدناه أن متوسط العائد لمؤشرات الدراسة المعبر عنه بـ (Mean) كان موجباً، ما يدل على نموها خلال فترة الدراسة، ما يؤكد تحليلنا لاتجاه أداء سلسلة أسعارها اليومية المتزايدة، كما تجدر الإشارة إلى أن متوسط (Mean) عوائد مؤشر داوجونز للصكوك (DJSR) كان أقل من متوسط عوائد مؤشري الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR)، ربما قد يرجع إلى أقدمية المؤشرين (SPX) و (SPB) واختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة بمذنين الأخيرين اختلافاً كبيراً عن القيمة السوقية للإصدارات

¹ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، مرجع سابق، ص218

المكونة لمؤشر داوجونز للصكوك (DJS)، وعوائد أي مؤشر هي معدل نمو السعر مضاف إليه التوزيعات الدورية (إن وجدت)، لذلك فسعر المؤشر له دورٌ جوهريٌّ في تحديد عوائده¹.

الشكل (5-9): نتائج التوزيع الطبيعي لسلسلة العوائد اليومية للمؤشرات المدروسة خلال فترة الدراسة



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9

أما بالنسبة للمخاطر الكلية والمعبر عنها بالانحراف المعياري (Std. Dev)، تشير النتائج إلى أن عوائد مؤشر داوجونز للصكوك (DJSR) ذو مخاطر كلية أدنى من الأسهم (SPXR) وأعلى مقارنة بنظيرتها التقليدية (SPBR)، وهذا يعكس بالفعل المخاطر الإضافية التي يتعرض لها التمويل الإسلامي بشكل عام والصكوك بشكل خاص مقارنة مع السندات التقليدية؛ كما يمكن أن نستنتج أن المخاطر الكلية لعوائد مؤشر الصكوك كانت أقرب من المخاطر الكلية لعوائد مؤشر السندات التقليدية مقارنة بالأسهم.

أما بالنسبة للتوزيع الاحتمالي للعوائد واختبار التوزيع الطبيعي تبين النتائج الواردة في الشكل (5-9) أعلاه أن سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB) لا تتوزع توزيعاً طبيعياً، لأن المتوسط (Mean) والوسيط (Median) لديهما قيم مختلفة، أي لا يقعان في نفس النقطة؛ كما نلاحظ أن إحصائية جارك بير (JB) للمؤشرات المدروسة أكبر تماماً من القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع (Chei-Deux) ($\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$)؛ كما أن قيمة (Kurtosis) أكبر تماماً من ثلاثة (03)،

¹ عصام بوزيد، عبد المجيد قدي، محاولة لقياس أداء مؤشرات الأسهم الإسلامية "دراسة تطبيقية على مؤشرات داوجونز الإسلامي"، مقال منشور بمجلة الباحث، عدد رقم: 2018/01، الصادر في جانفي 2018، ص 67. بتصرف.

أي أن التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد المؤشرات المدروسة متسطحة (نرفض فرضية التفلطح الطبيعي للسلاسل) وتقع ضمن توزيع (Leptokurtic)؛ إضافة إلى ذلك نلاحظ أن قيمة Skewness والتي تختلف عن الصفر تأخذ قيمة سالبة لدى المؤشرات الثلاثة، ما يشير إلى ارتفاع مستوى التقلبات السالبة لمتوسط عوائد مؤشرات الدراسة على مستوى التقلبات الموجبة للمتوسط، بمعنى أن التوزيع لديها غير متماثل -عدم تناظر التوزيع- وملتو نحو اليسار. وبالتالي نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) لا تتوزع توزيعاً طبيعياً خلال فترة الدراسة، مما يعطي إشارة إلى وجود بنية غير خطية في سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة، فقد يكون السبب وجود تباين شرطي غير متجانس (تأثير ARCH)، أو قد يدل على وجود بنية مشوشة بمعنى رفض فرضية تجانس التباين.

❖ التعليق المالي عن نتائج اختبار التوزيع الطبيعي:

تتميز معظم الأسواق المالية بمتوسط (Mean) عائد موجب ومعامل (Skewness) سالب (توزيع ملتو نحو اليسار)، بسبب ميل المستثمرين إلى شراء وتملك كميات صغيرة من الأوراق المالية خلال فترات منتظمة (مثلاً كل شهر)، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار لكن بوتيرة بطيئة، ما يولد متوسط (Mean) عائد موجب؛ لكن عند حدوث زعر مالي نتيجة أزمة مالية أو اقتصادية سيبيع المستثمرون أوراقهم المالية بشكل جماعي (سلوك القطيع) باعتبارها أصولاً خطيرة، مما يتسبب في انهيار حاد للأسعار، لذلك تظهر الذيل النخينة (Fat Tail) على الجانب السلبي نتيجة تركيز نسبة كبيرة من المشاهدات في جهة اليسار لتوزيع سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR)؛

عادة ما يؤدي بيع الذعر نتيجة الصدمة المالية إلى انهيار أسعار الأوراق المالية بسرعة كبيرة وحادة، بينما عند تعافي الأسواق سيؤدي ذلك إلى انتعاش الأسعار لكن بوتيرة بطيئة جداً*، يرجع ذلك إلى ترقب المستثمرين واستمرار مخاوفهم اتجاه السوق رغم تحسن الظروف، مما يدل على اهتمام واعتماد المستثمرين بشكل كبير على الأحداث والبيانات التاريخية السيئة والمبالغة في ردة فعلهم تجاهها أكثر مقارنة بالأخبار والبيانات السارة الجديدة عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية تجاه إصدارات الصكوك الدولية، الأسهم وسندات الشركات الأمريكية محل الدراسة. كما تجدر الإشارة في هذه النقطة أنه من بين الأساليب التقليدية في إدارة المخاطر للتعامل مع هذا السيناريو - متوسط عائد متوقع موجب ومعامل (Skewness) سالب- هو اتخاذ القرار حول الحد الأقصى للمبلغ الممكن استثماره في أسواق الأوراق المالية، والذي يعد من بين الآليات المناسبة لتجنب المخاطرة في حالة توقع كسب متوسط عائد قليل وفي نفس الوقت هناك صعوبة لتنبؤ بالأحداث النادرة والتي قد تؤدي إلى خسائر كبيرة والمعروفة باسم "البجعة السوداء"^{1**}.

يدعم النتائج وتحليلنا السابق قيمة معامل Kurtosis الأكبر من ثلاثة (3) -توزيع متطاوّل من نوع (Leptokurtic)-، ويعني هذا أن التوزيع يتجمع أكثر حول الوسط مقارنة بالتوزيع الطبيعي، حيث تكون ذروة المركز أعلى، والذيل أكثر بدانة، وهو ما يدل على

* عادة ما يعبر عن هذا السلوك في اللغة الإنجليزية بالعبارة التالية:

" Most investment take the stairs on the way up and the elevator on the way down due to people's fear and greed "

** تشير نظرية البجعة السوداء إلى صعوبة التنبؤ بالأحداث النادرة. وقد بنيت هذه النظرية على الفكرة السائدة بأن البجع كله أبيض، ولكن تم اكتشاف البجع الأسود في استراليا الغربية والذي كان حدثاً غير متوقع أبداً، هذه النظرية تنطبق على الأحداث التاريخية التي لم يكن من الممكن التنبؤ بها في أكثر الاحتمالات منطقية. تم وصف النظرية من قبل نسيم نفولا طالب في كتابه "البجعة السوداء" عام 2007م.

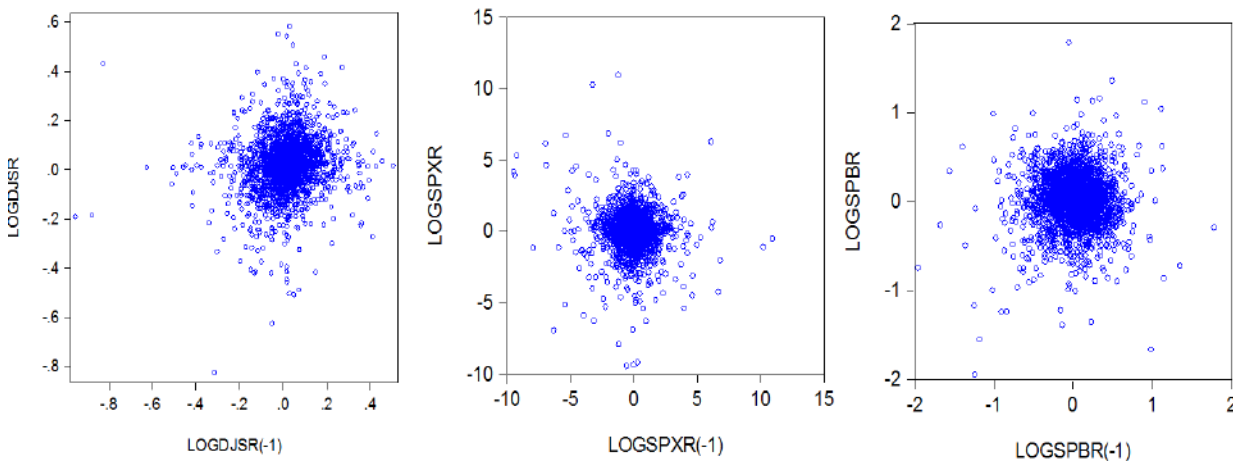
¹ بالاعتماد على مقال بعنوان:

"Expected Returns Mean NOTHING if you don't know the Skew!", Available on the link: <https://smartstockcharts.com/expected-returns-mean-nothing-dont-know-skew/>, Date of Browsing: 09/08/2019.

وجود انحرافات متطرفة أكثر من المتوسط في سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة؛ إن وجود توزيع من نوع (Leptokurtic) -ذبول أثخن من ذبول التوزيع الطبيعي- يساعد على قياس مستوى المخاطر في السلسلة، حيث أن التقلبات الكبيرة تكون داخل الذبول البدينة، وهذا ما يؤكد وجود مخاطر، لذلك فالمحللون الماليون يستخدمونه لتحديد العوائد والخسائر المتطرفة في المستقبل، فإذا كانت بيانات المؤشر الماضية في وضع (Leptokurtic) فإنهم يتوقعون المزيد من التقلبات في العوائد وهذا يعني أن هناك احتمال أكبر من المعتاد لحدوث تحركات الأسعار المتطرفة لمؤشرات الدراسة الثلاثة.

كما يبين الشكل (5-10) أدنا البنية غير الخطية لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال الفترة المدروسة والتي لا تتوزع توزيع غاوسي أو طبيعي، وذلك من خلال شكل الانتشار (التبعثر) الجاذب الذي لا يظهر على شكل مجسم "إهليجي Ellipsoide"، مما قد يشير إلى وجود أثر ARCH في سلسلة عوائد المؤشرات المدروسة¹.

الشكل(5-10): مخطط الانتشار (التبعثر) الجاذب لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9

بناء على ما سبق، فإن عدم إتباع شكل التوزيع الإحصائي لعوائد مؤشرات عينة الدراسة التوزيع الطبيعي، يجعل الاعتماد على النماذج التقليدية غير ممكننا، مما يتطلب استخدام النماذج المشروطة والمطورة لتتبع سلوك العوائد/المخاطر، وقد يرجع عدم تماثل توزيع عوائد مؤشرات الدراسة إلى عدم تجانس التباين الشرطي للأخطاء والذي يعبر عن التقلبات الشديدة في العوائد أو وجود بنية مشوشة (صدمة داخلية)، لذلك وجب اختبار تجانس التباين الشرطي للأخطاء.

3-5- اختبار تجانس التباين الشرطي للأخطاء لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة

تتميز النماذج الخطية للسلاسل الزمنية بخصائص أساسية، وهي متوسط الأخطاء المدومة، تباين الخطأ العشوائي ثابت مع تغير الزمن واستقلاليتها عن بعضها البعض؛ إلا أن السلاسل الزمنية المالية والاقتصادية تتميز بتباين غير ثابت بل يتغير بتغير الزمن، وهو ما يعبر عن التقلبات، حيث أنها عادة ما تظهر تقلبات شديدة تلاها تقلبات منخفضة أكثر هدوءاً. وبالرجوع إلى الشكل رقم (5-8) أعلاه المبين لسلسلة العوائد اليومية لمؤشر كل من الصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) خلال الفترة من

¹ اعتماداً على: عائشة بخالد، اختبار كفاءة سوق بنينوك المالي، مرجع سابق، ص 111، بتصرف.

(2008/04/30 إلى 2017/10/20م)، نلاحظ بعض الفترات مرتفعة التقلب (وبالتالي مرتفعة المخاطر) مقارنة بتقلبات فترات أخرى، تعرف هذه الفترات لدى المحللين الماليين بفترات الهيجان (Wild) وتأخذ صورة قرن الثور، حيث تتركز (تتجمع) التقلبات الحادة في فترات معينة، قد تكون فيها القيمة المتوقعة للتباين ذات مخاطر أعلى مقارنة بفترات أخرى تعقبها أقل تقلباً (أقل مخاطرة) وتسمى بفترات الركود أو السبات وتأخذ صورة الدب (Calm)؛ وبعبارة أخرى يميل مستوى التقلبات الحالي للعوائد إلى ارتباط موجب مع مستواه خلال الفترات السابقة كما يوضحه الشكل (5-8) سابق الذكر، أي أن التغير الكبير في عوائد مؤشرات الدراسة يتبعه تغيرات كبيرة في الاتجاه الآخر، وهو ما يعرف في تحليل الأسواق المالية بتكدس التقلبات (Volatility Clustering) أو تكتل التقلبات (Volatility Pooling) في فترات معينة، إذ يظهر بوضوح تكتل التقلبات خلال الفترة (2008-2009م)، معبرة على فترة الهيجان أو قرن الثور، حيث عانت مؤشرات الدراسة (DJS, SPX, SPB) من أحداث سلبية متعلقة بتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، إضافة إلى أزمة الجدل الشرعي الذي أثرت حول بعض إصدارات سوق الصكوك من قبل أيوفي (AAOIFI) آنذاك، تبعها فترات انخفاض التقلبات خلال الفترة (2010-2011م)، والتي يمكن إرجاعها بالنسبة لسوق الأسهم والسندات إلى انتعاش الأسواق المالية العالمية وتحسن المناخ المالي والاقتصادية مقارنة عما سبق، أما بالنسبة لسوق الصكوك فيرجع إلى الأحداث الاقتصادية الإيجابية لمعظم الدول الراعية لصناعة الصكوك عقب الأزمة المالية العالمية 2008م، والاستقرار الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي نتيجة انتعاش أسعار النفط في تلك الفترة.

نظراً لأن التغير الأكبر في عوائد مؤشرات الدراسة خلال الفترة المدروسة يتبعه تغيرات كبيرة والعكس بالعكس-أي أن المشاهدات تكون في شكل مجموعات غير متجانسة-، فهذا ما يحتم استخدام نماذج قادرة على التعامل مع التقلبات (Volatility التباين Variance)، حيث أنه من الواضح أن فرضية ثبات تباين الأخطاء العشوائية (Homoscedasticity) محدودة-وهو ما تفترضه النماذج التقليدية-، وهذا ما لا يتفق في بعض الأحيان مع الواقع العملي، إذ نجد أن فرضية ثبات التباين لا تتحقق دائماً، وخصوصاً في السلاسل الزمنية المالية، نظراً لسرعة حدوث التقلبات المرتبطة بالزمن. إنّ عملية التغير الزمني للتباين بين المشاهدات يطلق عليها مصطلح "عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity)"، نظراً لأن اختلاف التباين يتعلق بالبيانات السابقة، مما يعني أن هذا التباين مشروط بتحقق التباينات السابقة بمعنى أن هنالك اختلافاً شرطياً (Conditional) في التباين، وبما أن التغير في التباين يُشترط فيه أن تكون التباينات السابقة محققة، فهذا يعني أن هي خضع لنموذج انحدار ذاتي (Autoregressive)، مكوناً بذلك نموذج "الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين Autoregressive Conditional Heteroskedasticity" واختصاراً (ARCH)¹، حيث يُستخدم هذا النموذج بكثرة في نمذجة السلاسل الزمنية المالية، لأن التفكير الحديث للمستثمرين لا ينصب فقط على دراسة عوائد الأصول المالية، والتنوّي بما في الأسواق المالية، بل الاهتمام أيضاً بعنصر المخاطرة وعدم التأكد (Uncertainty).

3-5-1- تقديم نماذج الانحدار الذاتي ذات التباين الشرطي غير المتجانس (ARCH)

قدمت هذه النماذج سنة 1982 من طرف Engle حيث تهدف في مضمونها إلى نمذجة الأخطاء أو التنوّي بالتشويش (البواقعي)، الذي يعتبر تباينه متغير شرطي عشوائي تابع لمشاهداته الماضية (انحدار ذاتي). يكتب النموذج ARCH(p,q) رياضياً بالمعادلات التالية:

¹ Engle, R. F. **Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation**, *Econometrica*, Volume 50, Issue 4, 1982, p 998.

$$\varepsilon_t = v_t \sqrt{h_t} \dots \dots \dots (5 - 21)$$

$$h_t = c + \sum_{i=1}^q a_i \varepsilon_{t-i}^2 \dots \dots \dots (5 - 22)$$

$$v_t \xrightarrow{iid} N(0,1)$$

حيث: h_t : التباين غير المتجانس عبر الزمن؛ v_t : متغير عشوائي يتبع التوزيع الطبيعي المركز المختصر؛ $N(0,1)$: دالة التوزيع الطبيعي المركز المختصر.

يمكن القول أن العلاقة (5-22) هي نتيجة فرضية عدم تجانس التباين، حيث تم اعتبار البواقي ε_t حاصل جُداء تشويش أبيض v_t في انحراف متغير عشوائي (انحراف عن الطبيعي) $\sigma_t = \sqrt{h_t}$ ، وهذا الأخير هو عبارة عن انحدار خطي ذاتي لمربعات البواقي. كما يتطلب تقدير النموذج GARCH(p,q) ثبات عدم تجانس تباين البواقي عبر الزمن، وذلك استناداً لبعض الاختبارات منها اختبار ARCH .

✓ اختبار ARCH : يتم بواسطة اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 = \alpha_0 = \alpha_1 \dots = \alpha_p = 0$$

$$H_1 = \exists \alpha_i \neq 0$$

يكون الاختبار بعد تقدير النموذج ARCH ، حيث يتم حساب قيمة مضاعف لاغرانج LM_{CAL} بالعلاقة التالية:

$$LM_{cal} = N * R^2 \dots \dots \dots (5 - 23)$$

حيث:

N: عدد المشاهدات؛

R^2 : معامل تحديد نموذج ARCH عند درجة التأخير P التي يتم تحديدها حسب إحصائية AKAIKE.

تتبع إحصائية مضاعف لاغرانج توزيع كاي تربيع بدرجة حرية P؛ فإذا كانت المحسوبة أكبر من الجدولة دليل على رفض فرضية العدم ومن ثمة نقول أن التباين غير متجانس عبر الزمن، والعكس صحيح. في حالة قبول فرضية العدم هناك دليل على تجانس وثبات التباين، أما في حالة قبول الفرضية البديلة فإن التباين غير متجانس عبر الزمن، ومن ثمة تتطلب عملية النمذجة استخدام نماذج GARCH.

3-5-2- اختبار وجود أثر (ARCH) في بواقي سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة

قبل عرض نتائج اختبار أثر (ARCH) في بواقي سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة سنحاول اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي لمربعات البواقي، فإذا كانت بعض (أو معظم) معاملات الارتباط الذاتي تختلف معنوياً عن الصفر بنسبة معنوية (α) (أي إذا كانت سلسلة مربعات البواقي غير مستقرة)، فإنه يمكن قبول فرضية عدم تجانس التباين الشرطي للأخطاء، أي أن سلسلة عوائد مؤشرات عينة الدراسة تخضع للسيرة ARCH، سنعمد في هذا الصدد على إحصائية (Ljung-Box).

1- اختبار معنوية معاملات الارتباط الذاتي والذاتي الجزئي لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة

عادة ما تظهر عوائد الأوراق المالية في السوق المالي ارتباطاً ذاتياً (Autocorrelation) واضحاً من الدرجة الأولى، وهو بالفعل ما نلاحظه في التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة (الفروقات من الدرجة الأولى لسلسلة أسعار مؤشر كل من الصكوك (DJS)، الأسهم (SPX) والسندات (SPB)) الموضح في الشكل (5-11) أدناه.

الشكل (5-11): دالتي الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة

لسلسلة عوائد مؤشر الصكوك (DJSR)						لسلسلة عوائد مؤشر الأسهم (SPXR)						لسلسلة عوائد مؤشر السندات (SPBR)					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.037	0.037	3.4106	0.065		1	-0.087	-0.087	18.708	0.000		1	0.026	0.026	1.6204	0.203	
2	-0.027	-0.029	5.2572	0.072		2	-0.073	-0.081	31.740	0.000		2	-0.006	-0.007	1.7078	0.426	
3	0.035	0.038	8.3387	0.040		3	0.029	0.016	33.849	0.000		3	0.048	0.048	7.2723	0.064	
4	0.001	-0.002	8.3428	0.080		4	-0.002	-0.004	33.861	0.000		4	0.032	0.029	9.7436	0.045	
5	-0.002	-0.000	8.3553	0.138		5	-0.044	-0.041	38.535	0.000		5	-0.003	-0.003	9.7592	0.082	
6	-0.008	-0.009	8.5124	0.203		6	0.005	-0.004	38.599	0.000		6	0.032	0.030	12.261	0.056	
7	0.005	0.006	8.5732	0.285		7	-0.041	-0.048	42.683	0.000		7	0.012	0.012	12.585	0.083	
8	-0.002	-0.003	8.5811	0.379		8	0.068	0.063	54.154	0.000		8	0.030	0.030	14.860	0.062	
9	0.004	0.005	8.6268	0.472		9	-0.045	-0.041	59.212	0.000		9	-0.002	-0.006	14.866	0.095	
10	-0.016	-0.017	9.2337	0.510		10	0.025	0.028	60.782	0.000		10	0.085	0.084	32.827	0.000	
11	-0.019	-0.018	10.167	0.515		11	0.029	0.025	62.896	0.000		11	0.043	0.036	37.421	0.000	
12	0.006	0.006	10.251	0.594		12	-0.035	-0.028	65.855	0.000		12	0.009	0.006	37.601	0.000	
13	0.004	0.004	10.292	0.670		13	0.031	0.035	68.198	0.000		13	0.015	0.008	38.163	0.000	
14	-0.008	-0.007	10.454	0.728		14	-0.034	-0.042	71.136	0.000		14	0.007	-0.004	38.279	0.000	
15	-0.006	-0.005	10.532	0.785		15	-0.051	-0.043	77.484	0.000		15	0.053	0.052	45.354	0.000	
16	0.007	0.007	10.680	0.830		16	0.043	0.023	82.078	0.000		16	0.026	0.017	46.970	0.000	
17	0.011	0.011	10.980	0.858		17	0.069	0.076	93.801	0.000		17	0.051	0.048	53.402	0.000	
18	0.008	0.009	11.153	0.888		18	-0.071	-0.054	106.44	0.000		18	0.015	0.004	53.997	0.000	
19	-0.030	-0.031	13.371	0.819		19	-0.003	-0.013	106.47	0.000		19	0.012	0.007	54.382	0.000	
20	0.069	0.071	25.147	0.196		20	0.036	0.028	109.76	0.000		20	0.009	-0.003	54.570	0.000	
21	0.052	0.044	31.966	0.059		21	0.003	0.002	109.78	0.000		21	0.041	0.029	58.839	0.000	
22	0.129	0.133	73.093	0.000		22	-0.021	-0.005	110.86	0.000		22	-0.020	-0.026	59.804	0.000	
23	0.158	0.151	134.92	0.000		23	-0.001	-0.005	110.87	0.000		23	-0.004	-0.011	59.837	0.000	
24	-0.035	-0.039	137.95	0.000		24	-0.009	-0.015	111.09	0.000		24	-0.003	-0.009	59.863	0.000	
25	0.018	0.022	138.74	0.000		25	0.033	0.030	113.87	0.000		25	0.008	-0.003	60.036	0.000	
26	0.013	0.001	139.16	0.000		26	0.008	0.023	114.01	0.000		26	-0.022	-0.028	61.256	0.000	
27	0.007	0.012	139.29	0.000		27	0.008	0.007	114.18	0.000		27	0.004	-0.007	61.294	0.000	
28	-0.004	-0.002	139.34	0.000		28	0.005	0.005	114.25	0.000		28	0.027	0.021	63.122	0.000	
29	-0.006	-0.006	139.42	0.000		29	-0.018	-0.014	115.08	0.000		29	-0.015	-0.020	63.696	0.000	
30	0.012	0.010	139.76	0.000		30	0.033	0.029	117.80	0.000		30	0.018	0.019	64.539	0.000	
31	0.003	0.007	139.78	0.000		31	-0.024	-0.013	119.18	0.000		31	0.046	0.034	69.779	0.000	
32	-0.010	-0.005	140.01	0.000		32	0.010	0.020	119.42	0.000		32	0.004	0.001	69.829	0.000	
33	-0.002	0.006	140.02	0.000		33	0.028	0.012	121.31	0.000		33	-0.027	-0.028	71.648	0.000	
34	-0.007	-0.007	140.16	0.000		34	-0.020	-0.013	122.36	0.000		34	0.008	0.002	71.794	0.000	
35	-0.001	-0.003	140.16	0.000		35	-0.047	-0.034	127.84	0.000		35	-0.029	-0.033	73.925	0.000	
36	-0.058	-0.059	148.44	0.000		36	-0.001	-0.024	127.84	0.000		36	-0.040	-0.039	77.821	0.000	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9

نلاحظ من الشكل أن معاملات الارتباط الذاتي المحسوبة (Autocorrelation) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة تقع جملها داخل مجال الثقة $[-\frac{1.96}{\sqrt{T}}, +\frac{1.96}{\sqrt{T}}]$ المعبر عنه بالخطين المتقطعين أي لا تختلف معنوياً عن الصفر، ما عدا بعض الحدود منها، على سبيل المثال لا الحصر الحد (22) و الحد (23) بالنسبة لسلسلة عوائد مؤشر داوجونز لصكوك (DJSR). لكن اعتماد تحليل هذه الاختبارات البيانية على المشاهدة بالعين المجردة يجعل نتائجها غير دقيقة، لذا نلجأ إلى تأكيد هذه النتائج أو نفيها عن طريق الاختبارات الإحصائية، ولإثبات هذا نستعمل اختبار (Ljung-Box)، لدراسة المعنوية الكلية لمعاملات دالة الارتباط الذاتي لمؤشرات الدراسة، حيث توافق إحصائية (LB) آخر قيمة في العمود (Q*-STAT) الظاهر في الشكل رقم (7-14) أعلاه، والتي تحسب وفق العلاقة التالية:

$$Q^* = T(T + 2) \sum_{K=1}^{K=30} \frac{\hat{\rho}^2(K)}{T - K} = 2456(2456 + 2) \sum_{K=1}^{K=30} \frac{\hat{\rho}^2(K)}{2456 - K} = Q^* > X_{0.05}^2(30) = 43.37 \dots (5 - 24)$$

من خلال النتائج المحصل عليها، نجد أن الإحصائية المحسوبة (Q^*) لسلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) والتي تساوي (148.44، 127.84، 77.821) على الترتيب كانت جميعها أكبر من الإحصائية الجدولة ($x_{0.05}^2(30) = 43.373$)، ومنه يمكن القول أن سلسلة عوائد مؤشرات عينة الدراسة غير مستقلة خلال فترة الدراسة عند مستوى معنوية 5% بموجب اختبار (Ljung-Box)، وعليه يمكن قبول فرضية عدم تجانس التباين الشرطي للأخطاء، أي أن سلسلة عوائد مؤشرات عينة الدراسة تخضع لسيرورة ARCH،

علما أن هناك طرق مختلفة لنمذجة هذا الارتباط، من أهمها نماذج الانحدار الذاتي (Autoregressive Models (AR)، ونماذج (ARCH-M)، النموذج الأخير (ARCH-M) له تفسير مالي واقتصادي، والذي يعني ارتباط علاوة المخاطرة (Risk premium) بالزمن مما يدل وجود ارتباطاً ذاتياً بين العوائد، بينما لا يمكن تفسير نموذج (AR) على أنه علاوة مخاطرة، لأنه قد يؤخذ قيم سالبة، وهذا يتناقض والمبدأ الاستثماري المعروف "تجنب المستثمرون للمخاطرة"¹. إضافة لافتراض نموذج (AR (P) أن التباين يكون ثابتا عبر الزمن (Homoskedasticity)، وهذا من الصعب أن يتحقق في أغلب الأحيان، نظرا لسرعة حدوث التقلبات المرتبطة بالزمن، ويفسر القيمة الحالية للسلسلة بدلالة القيم الماضية، ومن ثم فهو لا يستغل استغلالاً كاملاً للمعلومات الموجودة في السلسلة².

كما يدل وجود أثر (ARCH) على أن المخاطر غير النظامية أو الخاصة التي لا تتعلق بكامل السوق بل تتعلق بالقطاع وطبيعة نشاطه متغيرة عبر الزمن من جهة، ومن جهة أخرى يدل وجود أثر (ARCH) على عدم إمكانية تطبيق النماذج الخطية³.
2- نتائج اختبار أثر (ARCH) في بواقى سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة:

كانت نتائج دراستنا لاختبار أثر (ARCH) لسلسلة عوائد مؤشر كل من من الصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) كما يلي:

جدول رقم (5-10): نتائج اختبار أثر ARCH لبواقى سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة

Proba	Obs*R-squared	Proba	F-statistic	مؤشرات الدراسة
ARCH Test , Dependent Variable: RESID^2 lags to Include 23				عوائد مؤشر الصكوك (DJSR)
0.0009	50.13732	0.0008	2.204028	
ARCH Test , Dependent Variable: RESID^2 lags to Include 9				عوائد مؤشر الأسهم (SPXR)
0.0000	717.3364	0.0000	112.3174	
ARCH Test , Dependent Variable: RESID^2 lags to Include 10				عوائد مؤشر السندات (SPBR)
0.0000	374.0472	0.0000	43.99056	

المصدر: إعداد الباحثة، اعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

يبرز من خلال نتائج الاختبار الموضحة في الجدول رقم (5-10) أعلاه وجود أثر (ARCH) في سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة، حيث كانت إحصائية (LM) المحسوبة أكبر تماماً من القيمة الحرجة لتوزيع كي تربيع (χ^2) في حدود درجة معنوية 5%. والتي قدرت بـ

¹ J-Franke, w.kHardle, C.M-Hafner, Statistics Of Financial Markets. "Introduction", fourth edition, springer, heidelberg, Neuyorh Dordrecht london, 2015, pp288-289.

² محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، مرجع سابق، ص 311.

³ على بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، مرجع سابق، ص 286. ومحمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، مرجع سابق، ص 311-316.

0.0009 و 0.0000 و 0.0000 لكل من عوائد: مؤشر داوجونز للصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) على التوالي وهي أقل تماماً من نسبة معنوية 0.05، وهو ما يدل على وجود تقلبات شرطية تتغير بتغير الزمن وبتناظر، لا تؤخذ بعين الاعتبار في التوقع الشرطي. وعليه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي أن سلسلة عوائد مؤشرات عينة الدراسة تخضع لسيروورة ARCH، مما يعني أن التباين الشرطي للبواقي غير متجانس أي يوجد مشكل (heteroskedasticity)، وهو ما تتميز به جل السلاسل الزمنية المالية، ولحل هذا الإشكال والأخذ بعين الاعتبار حركة عدم تجانس التباين الشرطي للأخطاء، سوف نعتمد على نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس التباين المعممة (GARCH)، والذي يعتبر حلاً لمشكلة عدم تجانس التباين الشرطي للأخطاء (أثر ARCH)، والذي يمكن أن يعطي نتائج أفضل نظراً لخصائص سلاسل العوائد المالية.

3-6- اختبار نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم (GARCH)

يعكس مؤشر أي سوق مالي أداء محفظته (محفظة السوق) خلال فترة زمنية معينة، وعليه فإن عائد تلك المحفظة هو بمثابة دالة لمتوسط عوائد الأوراق (الأصول) المالية المكونة لها ومخاطرها هي تباين هذه العوائد؛ لذا فإن أي تغير في أسعار أحد الأوراق المالية بعضها أو كلها يترك تأثيراً يرتبط مباشرة بمتوسط العوائد وتبايناتها، ففي هذه الحالة عندما يتم تمثيل المتوسط بنموذج الانحدار العادي (OLS) يكون التباين ثابتاً، وهذا مناقض تماماً لحالة دراستنا، والأفضل هو استخدام النمذجة الحركية (الديناميكية) للتقلب، القادرة على التوفيق بين الحركة الاحتمالية والتمثيل الهيكلي للظاهرة المدروسة، والذي يعد أحد مبررات اعتمادنا على نماذج التباين الشرطي (ARCH- GARCH Model)، ويعد نموذج (GARCH) بمثابة تعميم لنموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين (Generalized ARCH) وهو أكثر شمولاً من الناحية العملية، ويستخدم على نحو واسع في عمليات التداول والتحوط والاستثمار، وذلك بهدف التنبؤ بالتقلبات المستقبلية اعتماداً على التباينات الماضية وتقلباتها (التباين نفسه)، وذلك بشكل أعم وأكثر سهولة من نموذج ARCH. يسمح نموذج (GARCH) للتباين الشرطي أن يعتمد على إبطائه السابق، وبالتالي تأخذ معادلة التباين المشروط في أبسط صورها الشكل التالي¹:

$$\sigma_t^2 = \alpha + \beta_1 h_{t-1} + \gamma_1 R_{t-1}^2 \dots \dots \dots (5-25)$$

حيث: يمثل الثابت α قيمة التباين في المدى الطويل؛ وإذا كان $\alpha + \beta < 1$ فإن سلسلة مربعات العائد R_t^2 مستقرة. ويكون نموذج GARCH (p,q) العام بالشكل التالي:

$$h_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{t-j} + \sum_{k=1}^q \gamma_k R_{t-k}^2 \dots \dots \dots (5-26)$$

حيث: تُمثل (q) رتبة الطرف ARCH في نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين المعمم، كما تمثل (p) رتبة الطرف GARCH؛ α, β, γ أعداد حقيقية موجبة - حتى لا يكون التباين سالباً-، وتعتمد قيمة معلمة التباين h_t على كل من قيم الصدمات السابقة التي تلتقطها حدود إبطاء مربع البواقي، وعلى قيمها السابقة التي تلتقطها حدود إبطاء h_t .

¹ خالد السواعي، موضوعات متقدمة في القياس الاقتصادي، مرجع سابق، ص 290. وأنظر أيضا:

Bollerslev, T. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity, Journal of Econometrica, Volume 31, 1986, p. 309.

كما أن هناك العديد من النماذج المستخدمة التي تحلل التباين (التقلبات) الشرطي، منها نموذج (GARCH-M)، الذي ينطلق من الفرضية القائمة في النظرية المالية هي مطالبة المستثمرين الحصول (أو تعويضهم) بعلاوة (مكافأة) عند زيادة المخاطر؛ تظهر من خلال حصولهم على عائد مرتفع، حيث سمحت هذه الفرضية لعوائد الورقة المالية أو الأصل المالي أن تتحدد بالمخاطر¹. في هذا الإطار اقترح كل من (Engle, Lilien and Robins (1987) نموذج (ARCH-M) اختصاراً لـ "ARCH in Mean" الذي يأخذ في الحسبان تغيرات المخاطر بدلالة الزمن بإدخال التباين الشرطي في معادلة المتوسط (التوقع) الشرطي، حيث أنه كل تغير في التباين الشرطي ينتج عنه تغير في العائد المتوقع للورقة المالية، وبما أن نموذج GARCH-M أصبح أكثر انتشاراً واستخداماً من ARCH فقد أصبح من الشائع تقدير نموذج GARCH-M حيث يأخذ نموذج GARCH(p,q) الشكل التالي²:

$$Y_t = \alpha + \beta X_t + \gamma h_t + R_t \dots\dots\dots(5-27)$$

$$R_t \xrightarrow{iid} N(0, h_t)$$

$$h_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{t-j} + \sum_{k=1}^q \gamma_k R_{t-k}^2 \dots\dots\dots(5-28)$$

وهناك شكل آخر لنموذج GARCH-M يلتقط المخاطر ليس بسلسلة التباين، إنما باستخدام الانحراف المعياري وهو ما سنعتمد عليه في اختبار العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة ومقارنتها بين مؤشرات الدراسة، والتي لها الشكل التالي لمعادلة المتوسط والتباين³:

$$r_t = \mu + \gamma \sqrt{h_t} + R_t \dots\dots\dots(5-29)$$

$$R_t \xrightarrow{iid} N(0, h_t)$$

$$h_t = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{t-j} + \sum_{k=1}^q \gamma_k R_{t-k}^2 \dots\dots\dots(5-30)$$

حيث: r_t : تمثل عائد الأصل؛ μ : تمثل المتوسط الحسابي لـ GARCH؛ γ : يمثل معامل التقلب الذي يختبر ايجابية العلاقة بين العائد والمخاطرة والذي يعبر عن مدى كفاءة تسعير السوق للمخاطر (علاوة المخاطرة)؛ $\sqrt{h_t}$: الجذر التربيعي للتباين (الانحراف المعياري) الشرطي.

فإذا كانت γ موجبة ومعنوية إحصائياً، فإن زيادة المخاطر تكون بزيادة التباين الشرطي، ويؤدي إلى زيادة متوسط العائد، وبالتالي تعبر γ عن علاوة المخاطرة⁴.

ويعد نموذج GARCH-M لدى البعض من الباحثين من أبسط الطرق لتوضيح العلاقة بين علاوة المخاطرة وتباينها الشرطي⁵.

¹ خالد السواعي، موضوعات متقدمة في القياس الاقتصادي، مرجع سابق، ص 229-230.

² خالد السواعي، المرجع السابق، ص 230. ومحمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، مرجع سابق، ص 340.

³ خالد السواعي، المرجع السابق، ص 230.

⁴ المرجع السابق

⁵ Eduardo Rossi, GARCH Models, "Financial Econometrics", University of Pavia, December 2013, p43

وقد كانت نتائج اختبار GARCH-M(1.1) لسلسلة عوائد مؤشر كل من داوجونز للصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) كما يلي:

جدول رقم (5-11): نتائج معاملات نموذج GARCH-M (1.1) لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة خلال فترة الدراسة

عوائد مؤشر الأسهم (SPXR)	عوائد مؤشر الصكوك (DJSR)	عوائد مؤشر السندات (SPBR)		
ML ARCH - Generalized error distribution (GED) (Newton-Raphson / Marquardt steps)				
0.099014	0.042184	0.168670	SQRT(GARCH)	Mean Equation
5.074966	2.671030	29.30504	z-Stat	
0.057288	0.041900	0.044432	معامل بيتا	Mean Equation
2.831006	2.608857	10.23188	z-Stat	
0.000504	0.036515	0.012242	الثابت	Variance Equation
2.230748	15.26620	6.431596	t-Stat	
0.036915	0.154601	0.017954	ARCH(1)	
6.646740	19.13911	3.006494	z-Stat	
0.956364	0.841358	0.383603	GARCH(1)	Variance Equation
139.1800	109.1087	4.233282	z-Stat	
0.993279	0.995959	0.401557	ARCH + GARCH	

*كل النتائج كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%

المصدر: إعداد الباحثة، اعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

تبعاً لمقارنة توزيعات التباين الأخطاء المختلفة، اعتماداً على تصغير معايير المعلومات لكل من AIC و SC، فقد تم اختيار توزيع الخطأ المعمم "Generalized error distribution (GED) Raphson" كتوزيع للصدمات غير متوقعة بالطريقة الأمثل (Newton-Raphson)، لنموذج GARCH-M (1.1) الذي يتيح لنا اختبار علاقة التقلب بين العائد والمخاطرة بالإضافة إلى علاقة التقلب بين العائد والمعلومات الوافدة (الأخبار). تبعاً لما سبق كشفت النتائج حسب ما هو وارد في الجدول رقم (5-11) أعلاه، أن نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم باستخدام الانحراف المعياري (GARCH-M) مقبول إحصائياً عند نسبة معنوية 1% لكافة مؤشرات الدراسة، أي ظهور أثر GARCH بها، وهذا دليل على وجود تذبذب (Volatility) في عوائد مؤشرات الدراسة ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، غير أن النتائج على مستوى المعادلة الأساسية (Mean Equation) كانت متباينة نوعاً ما بين مؤشرات الدراسة حسب نموذج GARCH-M وفق توزيع الخطأ المعمم (GED)، حيث أظهرت النتائج أن معامل (γ) المعبر عن علاوة المخاطرة، والذي يمثل التقلب ويختبر العلاقة بين العائد والمخاطرة كان موجباً وذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% بالنسبة لسلسلة العوائد اليومية لكافة مؤشرات عينة الدراسة، وهذا يعني وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سلسلة عوائد مؤشر كل من الصكوك (DJSR)، الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) والمخاطرة المعبر عنها بالتذبذب، وذلك من خلال قياس الانحراف المعياري للخطأ المرتبط بشكل موجب مع العائد، تدل هذه النتيجة على أن مؤشرات الدراسة استطاعت توليد أثر لعلاوة المخاطرة خلال فترة الدراسة والتي تبين أن زيادة المخاطر (الصكوك وأسهم وسندات الشركات محل الدراسة) تكون بزيادة التباين المشروط والذي يؤدي إلى زيادة

متوسط العائد بها، أي إيجابية وكفاءة تسعير إصدارات الصكوك الدولية وأسهم وسندات الشركات الأمريكية للمخاطر التي تتعرض لها بتعويض مستثمريها بعلاوة مخاطرة خلال فترة الدراسة، وعند مقارنة قيم معامل التقلب لهاته الأدوات نلاحظ أن مستوى تذبذب عوائد مؤشر سندات الشركات الأمريكية ($\hat{\gamma}=0.057$) أعلى تقلباً من مستوى تذبذب عوائد كل من مؤشر الصكوك ($\hat{\gamma}=0.044$) وأسهم الشركات الأمريكية ($\hat{\gamma}=0.041$) الأقل تقلباً خلال فترة الدراسة، لكن هذا يعد مخالفاً للنظرية المالية، حيث أن عوائد الأسهم عادة ما تظهر تقلباً أكبر من عوائد أدوات الدخل الثابت مثل السندات التقليدية.

أما تفسيرنا لنتائج نموذج GARCH-M على مستوى معادلة التباين (Variance Equation) للمؤشرات الثلاثة، فقد أظهرت النتائج أن قيمة التباين (المخاطرة) في المدى الطويل بلغت أقصاها على مستوى سوق الأسهم الأمريكية بقيمة 3.65%، أما أدناها فكان في سوق سندات الشركات الأمريكية حيث بلغ 0.05%، بينما سجل سوق الصكوك الدولية تقريبا قيمة وسطية بينهما بلغت عنده قيمة التباين في المدى الطويل 1.22%؛

كما دلت النتائج على وجود معنوية إحصائية لكل من أثر (ARCH و GARCH) في تباين الأخطاء، أي أن تقلبات عوائد مؤشرات الدراسة تتأثر بعنصرين: أولهما الأخبار الوافدة المتعلقة بهذه العوائد (الأخطاء أو البواقى) في الفترة السابقة (أثر ARCH)، بالإضافة إلى تأثرها بتقلبات العوائد (تباين الأخطاء) في الفترة السابقة أيضا (أثر GARCH) - أي أن تقلبات عوائد مؤشرات الدراسة تتأثر بالعوامل الداخلية أو بالصدمات الداخلية التي تحدث في هذه المؤشرات-¹؛

إلا أننا نسجل اختلافاً في مجموع معاملي (ARCH و GARCH) لعينة الدراسة، حيث كان هذا المجموع بالنسبة لعوائد مؤشر الصكوك أقل تماماً من الأسهم ونظيرتها التقليدية (أسهم وسندات الشركات الأمريكية) اللتان كانتا ذات مجموع أعلى ومتقارباً جداً، وقد بلغ بالنسبة لمؤشر الصكوك (DJSR) ما قيمته (0.40) وهو أقل من الواحد، ما يشير إلى تناقص أثر الصدمة (اضمحلال الصدمات) بمرور الزمن خلال فترة الدراسة، ويمكن هذا أن يفسر فترات إبطاء (أثر ARCH) الذي وصل إلى (P=23) لسلسلة العوائد اليومية لمؤشر الصكوك (DJSR)، بمعنى أن الصدمة على التباين الشرطي الحالي لن يكون لها تأثير كبير على قيم التباينات المستقبلية؛ بينما قارب مجموع معاملي (ARCH و GARCH) الواحد والذي بلغ (0.993 و 0.995) بالنسبة لعوائد مؤشر الأسهم (SPXR) والسندات (SPBR) على الترتيب، مما يدل على استمرارية (زيادة حدة) صدمات التذبذب (Persistence of Volatility Shocks) وتؤول إلى ما لانهاية، الأمر الذي يتطلب التعامل مع نوع خاص من هذه النماذج ألا وهو نموذج GARCH الأسى EGARCH وغير الخطي، وهذا ما قد يوحي إلى أن تذبذب عوائد مؤشري الأسهم والسندات التقليدية لشركات الأمريكية تتصف بديمومة المخاطرة مقارنة بتقلبات عوائد مؤشر الصكوك.

ومقارنة معاملي (ARCH و GARCH) مع بعضهما البعض لعوائد مؤشرات الدراسة الثلاثة، نلاحظ أن قيم معامل GARCH كانت أكبر من قيم معامل ARCH، وهو ما يدل على أن أثر المعلومات والأخبار القريبة (الحالية) هي الأكثر تأثيراً من المعلومات والأخبار البعيدة والتي يمثلها معامل ARCH، أي أن المستثمرين والوسطاء الماليين يأخذون بعين الاعتبار عند الاستثمار في إصدارات الصكوك الدولية، وأسهم وسندات الشركات الأمريكية الأخبار والمعلومات الحالية والجديدة أكثر من المعلومات والأخبار التاريخية.

¹ بالاعتماد على: عصام بوزيد، وعبد المجيد قدي، محاولة لقياس أداء مؤشرات الأسهم الإسلامية، مرجع سابق، ص 69. بتصرف.

3-7- تلخيص نتائج الاختبارات ونقد فرضية الشق الأول

ناقشنا في هذا الجزء من الدراسة التطبيقية سلوك العائد والمخاطرة لكل من الصكوك والأسهم والسندات التقليدية، مستنديين على أهم النماذج القياسية المطبقة في المالية لاسيما نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم التجانس المعممة التي تسمح بتحديد مدى كفاءة التسعير وعلاوة المخاطرة في ظل عدم التباين والمخاطرة المتغيرة عبر الزمن، خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، نذكر منها:

- اختلاف مستوى أسعار الصكوك الأقل من الأسهم ذات أعلى مستوى وكذا السندات التقليدية؛ قد يرجع ذلك لضخامة حجم (قيمة وعدد) الإصدارات (الأسهم، والسندات) المدرجة بمؤشري عينة الدراسة وأقدميتهما مقارنة بصناعة الصكوك، وهذا ما يتوافق مع نتائج موقع (S&P Dow Jones indices, 2020)*¹؛

- لم تكن الصكوك في مأمن تام عن الأزمة المالية العالمية 2008م - هذا يتفق مع دراسة (yazwani & Nursilah, 2016) - ، فقد تضررت ولكن بدرجة أقل من سوق الأسهم والسندات، يدل هذا التأثير على وجود نوع ارتباط بين صناعة الصكوك ونظيرتها التقليدية وكذا الأسهم، وهو ما تؤكد نتائج موقع (S&P Dow Jones indices, 2020)*²، نتيجة عدة عوامل من أهمها أن صناعة التمويل الإسلامي تعمل في إطار النظام التقليدي وقواعده؛

- هناك تماثل في اتجاه النمو الإيجابي لأداء سلسلة الأسعار اليومية للصكوك والأسهم والسندات خلال فترة الدراسة، وهو ما يؤكد متوسط العائد لسلسلة العوائد اليومية لمؤشرات الدراسة ذو الإشارة الموجبة؛

- سجلت الصكوك أدنى متوسط عائد مقارنة مع الأسهم ذات أعلى مستوى، وهذا ما يتوافق مع النتائج التي يتيحها موقع داوجونز ستاندار آند بورز للمؤشرات (S&P Dow Jones indices, 2020)*³، وكذا بمقارنتها مع متوسط عوائد سندات الشركات الأمريكية خلال فترة الدراسة، وهذا أيضا يتوافق مع نتائج موقع (S&P Dow Jones indices, 2020)*⁴، ودراسة (Rodoni and Setiawan, 2016) ودراسة (Nanaeva, 2010) ودراسة (Selim and Faezeh, 2007)؛ بينما تختلف عن النتائج المتوصل إليها في دراسة (Heri and Rachma, 2013) ودراسة (Safari et al, 2013).

- تعدد الصكوك أدنى مستوى مخاطر كلية مقارنة مع أسهم الشركات الأمريكية، وهذا يتفق مع نتائج موقع (S&P Dow Jones Index, 2020)*⁵ من حيث المقارنة مع الأسهم، ولكنها أعلى مقارنة بنظيرتها سندات الشركات الأمريكية، وقد يرجع هذا إلى المخاطر الإضافية التي تتعرض لها الصكوك مقارنة مع السندات التقليدية، وهو ما تؤكد العديد من الدراسات منها

*S&P Dow Jones Indices: عبارة عن قاعدة بيانات مالية تم إنشاؤها بالشراكة بين شركة (S&P Global)، شركة (CME Group) وشركة (News Corp) في عام 2011م وإطلاقها عبر موقعها الإلكتروني (us.spindices.com) في عام 2012م، تضم هذه القاعدة أزيد من 130 ألف مؤشر من إنتاجها وترخيصها، معظمها مؤشرات أسهم، إضافة لمؤشرات أدوات الدخل الثابتة التقليدية والبديلة لها والعقود الآجلة والخيارات والأسهم الخاصة والسلع والعملات. يتيح الموقع معلومات -حسب الاختيار- عن أداء تلك المؤشرات (نيوانيا، وحسابيا) والمقارنة بينها من حيث العائد والمخاطرة لمدة لا تزيد عن 10 سنوات، وقوة الارتباط بينها لفترة لا تتعدى ثلاثة (03) سنوات، ولكن دون تحليل لتلك المعطيات. للمزيد من التفاصيل، أنظر: https://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_Dow_Jones_Indices#Recent_history

¹ أنظر الملحق (1-5)

² أنظر الملحق (2-5)

³ أنظر الملحق (3-5)

⁴ أنظر الملحق السابق

⁵ أنظر الملحق السابق

دراسة (Rodoni and Setiawan, 2016) ودراسة (Shalhoob, 2016) ودراسة (Heri and Rachma, 2013) ودراسة (Nanaeva, 2010)، بينما اختلفت النتيجة المتوصل إليها مع نتائج كل من موقع (S&P Dow Jones Index, 2020)¹ ودراسة (Mosaid, 2014)؛ لكن نلاحظ أن المخاطر الكلية لعوائد مؤشر الصكوك كانت أقرب إلى المخاطر الكلية لعوائد مؤشر السندات التقليدية مقارنة بالأسهم، وهذا ما يتوافق مع نتائج (S&P Dow Jones Index, 2020)².

- هناك درجة من التماثل بين الصكوك، وأسهم وسندات الشركات الأمريكية من حيث إيجابية وكفاءة تسعيرها للمخاطر (وجود علاقة تبادلية بين عوائد ومخاطر عينة الدراسة)، حيث استطاعت تعويض مستثمريها بعلاوة مخاطرة خلال فترة الدراسة، والتي تعكس أن زيادة مخاطر الصكوك، أسهم وسندات الشركات الأمريكية يؤدي إلى زيادة متوسط العائد بما خلال فترة الدراسة، تتفق النتيجة المتوصل إليها مع دراسة (Syazwani & Nursilah, 2016)، ودراسة (Hafezian, Salamon and Shitan, 2015)، ومع دراسة (Rahman, 2015)؛

- تعد سندات الشركات الأمريكية الأعلى تقلبا في مستوى عوائدها وذات كفاءة تسعير أعلى لمخاطرها مقارنة مع الصكوك، وأسهم الشركات الأمريكية الأقل تقلبا وذات كفاءة أدنى في تسعير مخاطرها خلال فترة الدراسة، لكن هذا يعد مخالفا للنظرية المالية، حيث أن عوائد الأسهم عادة ما تظهر تقلبا أكبر من عوائد أدوات الدخل الثابت مثل السندات التقليدية؛

- دلت النتائج أن قيمة المخاطرة في المدى الطويل بلغت أقصاها على مستوى سوق الأسهم، أما أدناها فكان في سوق سندات الشركات الأمريكية، بينما سجل سوق الصكوك قيمة -تقريبا- وسطية بينهما؛

- أظهرت النتائج أن المستثمرين يأخذون بعين الاعتبار الأخبار والمعلومات الحالية والجديدة أكثر من المعلومات والأخبار التاريخية، عند الاستثمار في الصكوك، أسهم وسندات الشركات الأمريكية عينة الدراسة، وهذا يتوافق مع دراسة (Rahman, 2015) من جهة سوق الصكوك؛

- تتأثر تقلبات عوائد مؤشرات الدراسة بعنصرين هما: الأخبار الوافدة المتعلقة بتلك العوائد في الفترة السابقة، إضافة إلى تقلبات العوائد في الفترة السابقة (التأثر بالعوامل الداخلية أو بالصدمات الداخلية)؛

- تتصف تقلبات عوائد مؤشري أسهم وسندات الشركات الأمريكية بديمومة المخاطرة مقارنة بقلة حدة صدمات تقلبات عوائد مؤشر الصكوك، وهذا ما يتوافق مع دراسة (Syazwani & Nursilah, 2016)، ويمكن القول أن الاستثمار في سوق الصكوك الدولية أفضل مقارنة بسوقي أسهم وسندات الشركات الأمريكية اللذان امتازا باستمرارية التذبذب على المدى البعيد.

بناء على النتائج المتوصل إليها، يمكن الاستنتاج أن هناك اختلافا بين الصكوك، الأسهم والسندات التقليدية، إلا أننا نرى أن مساحة التقارب والارتباط بين الصكوك والسندات أكبر من تباعدهما، والذي تُرجعه وبشكل مباشر إلى محاكاة المنتجات المالية التقليدية، من حيث تطبيق نفس صيغة تسعير السندات على الصكوك، إذ يتم ربط تسعير هذه الأخيرة من الناحية العملية ارتباطاً وثيقاً بمستويات أسعار الفائدة باتخاذها معدل الفائدة لبيور أو نُظراؤه، كسعر مرجعي يُسترشد به في تحديد عوائدها لاسيما إصدارات الصكوك الدولية

¹ أنظر الملحق (3-5)

² أنظر الملحق السابق

وفي مختلف الدول الحاضنة لهذه الصناعة حتى تلقى القبول العام في ظل ما فرضته تبعات العولمة المالية وغياب معيار مرجعي مستقل غير ربوي في المالية الإسلامية لتقويم كفاءتها وقياس أدائها وتسعير منتجاتها، قد انجر على ذلك أن تسجل الصكوك أقل مستوى كفاءة تسعير من نظيرتها التقليدية تبعاً لنتائج الدراسة؛

وعليه يتم قبول الفرضية الثالثة من جانب أن الصكوك أعلى كفاءة تسعير من الأسهم، بينما يتم رفضها عند مقارنتها بالسندات؛ غير أن الصكوك في صورتها المثالية تركز على المشاركة، تقاسم المخاطر والأرباح والخسائر وأكثر ارتباطاً بالاقتصاد الحقيقي، ما ينعكس بشكل أفضل على مستوى كفاءة تسعير واستيعاب لمخاطرها الإضافية التي لا يمكن للنموذج القائم على الفائدة احتوائها.

4- المبحث الرابع: تحديد أثر علاقة العائد بمؤشرات مخاطر الصكوك خلال الفترة (2012-2017)

بعد اختبارنا العلاقة التبادلية للعائد والمخاطر الكلية لمؤشر داوجونز للصكوك (DJS) ومقارنتها مع مؤشرين لسوق الأدوات المالية التقليدية، باختيارنا لمؤشر ستاندار آند بورز 500 لأسهم الشركات الأمريكية (SPX)، ومؤشر ستاندار آند بورز 500 لسندات الشركات الأمريكية (SPB).

جاء هذا المبحث ليفصل أكثر في تحديد طبيعة أثر علاقة عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) كمتغير تابع بمجموعة مخاطر كمتغيرات مستقلة توصلت الدراسات السابقة أن لها علاقة في تغير عوائد الصكوك، باستخدام نموذج (ARDL) خلال فترة الدراسة المأخوذة، للإجابة على الإشكالية الجزئية الأخيرة، والتي تسمح لنا أيضاً بالإجابة على الإشكالية الجزئية الثانية، واختبار الفرضية الثانية القائلة: ينعكس واقع تركيبة سوق الصكوك الإسلامية على طبيعة المخاطر التي تواجهها، وذلك من خلال اختبار الفرضية الرابعة القائلة: هناك علاقة تأثير لمخاطر الصكوك الإسلامية على مستوى تغير عوائدها؛ ولتسهيل عملية التحليل قمنا بتقسيم الفرضية إلى فرضيات جزئية تبعاً كالتالي:

- الفرضية 1-4: تبعاً لواقع تسعير الصكوك فإن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وعوائد الصكوك.
- الفرضية 2-4: تستجيب عوائد مؤشر داوجونز للصكوك طردياً لتغيرات سعر صرف الدولار الأمريكي.
- الفرضية 3-4: هناك علاقة عكسية بين مؤشر معدل التضخم وعوائد الصكوك تبعاً لواقع تطبيقها.
- الفرضية 4-4: هناك علاقة إيجابية بين مؤشر أسعار السلع الأساسية وعوائد الصكوك.
- الفرضية 5-4: هناك علاقة سلبية بين مؤشر مخاطر الائتمان وعوائد الصكوك.
- الفرضية 6-4: هناك علاقة عكسية بين مؤشر مخاطر السيولة وعوائد الصكوك تبعاً لواقع تداولها.
- الفرضية 7-4: تبعاً لخصائص الصكوك هناك علاقة إيجابية بين مؤشر المخاطر الشرعية وعوائد الصكوك.

4-1- الدراسة الوصفية والإحصائية للمتغيرات المستقلة محل الدراسة

لإتمام الجزء المتبقي من الدراسة القياسية، المتعلق بمعرفة طبيعة أثر العلاقة بين مجموعة المخاطر وعوائد سلسلة أسعار مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (من ديسمبر 2012 إلى أكتوبر 2017م)، فقد تم الاعتماد على أربعة أنواع أساسية من المخاطر، تمثل النوع الأول في مخاطر السوق، والذي ضم كل من: مخاطر معدل الفائدة (IRD)، ومخاطر معدل التضخم (CPI)، ومخاطر معدل صرف الدولار (DXY)، ومخاطر أسعار السلع الأساسية (S&PGSCI)؛ أما النوع الثاني فتمثل في مخاطر الائتمان (CRI)؛ بينما

عكس النوع الثالث مخاطر السيولة (LRI)؛ واختيارنا لمخاطر التوافق مع الشريعة -المخاطر الشرعية أو مخاطر الجودة الشرعية- (HQI) كنوع رابع ضمن مخاطر التشغيل، حيث تم الاعتماد على هذه الأنواع من المخاطر بشكل واسع من قبل الباحثين والأكاديميين، كما استخدمت على نطاق واسع في سوق السندات التقليدية، لذلك نراها مناسبة لسوق الصكوك تبعاً لواقع تطبيقها، وبناء على الدراسات السابقة، التي يلخصها الجدول (5-12) مع إظهار الأثر المتوقع لهذه المخاطر على المتغير التابع.

جدول رقم (5-12): المتغيرات المستقلة المستخدمة لتحديد أثر علاقة مؤشرات المخاطر بعوائد الصكوك

الدراسات السابقة	الأثر المتوقع	الرمز	المتغيرات
(Haral, 2010)، (AL-Amine, 2012)، (Rahman, 2015)، (Mehmood, 2010)، (Razaq, 2010)، (Cheema, 2010)، (Hashm, 2002)	-	IRD	مخاطر أسعار الفائدة
(Solnik and Noetzelin, 1982)، (Mueller et al, 2014)	+	DXY	مخاطر سعر الصرف
(Halton, 2019)	-	CPI	مخاطر التضخم
(Metadjar, Boulila, 2018)، (Mensi et al 2017)، (Shahrazad el al, 2018)	+	S&P GSCI	مخاطر أسعار السلع الأساسية
(Avramova et al, 2009)، (Bheenick & Brooks, 2015)، (Singagerda et al, 2017)	-	CRI	مخاطر الائتمان
(Leung, 2014)، (Lebbe, 2015)، (Hanafi et al, 2018)، (Jong and Driessen, 2006)	-	LRI	مخاطر السيولة
(Evants, 2007)، (Lal Al-Din and Mikael, 2015)	+	HQI	مخاطر شرعية

المصدر: من إعداد الباحثة.

تم الاعتماد على مؤشرات مالية تعكس لنا تلك المخاطر مجمعة من قواعد معطيات مالية عالمية ممثلة أساساً في منصة قاعدة المعطيات بلومبرغ (Bloomberg) المتواجدة على مستوى المركز العالمي لتعليم المالية الإسلامية بماليزيا (INCEIF)*، التابعة للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، وقاعدة معطيات مؤشرات ستاندارد آند بورز داوجونز (S&P Dow Jones Indices) من خلال موقعها على شبكة الانترنت**. وسيتم وصف متغيرات الدراسة وفق ما يلي:

4-1-1- الدراسة الوصفية للمتغيرات المستقلة محل الدراسة: فيما يلي اتجاه المتغيرات المفسرة¹ التي يتوقع أن تؤثر في عوائد الصكوك.

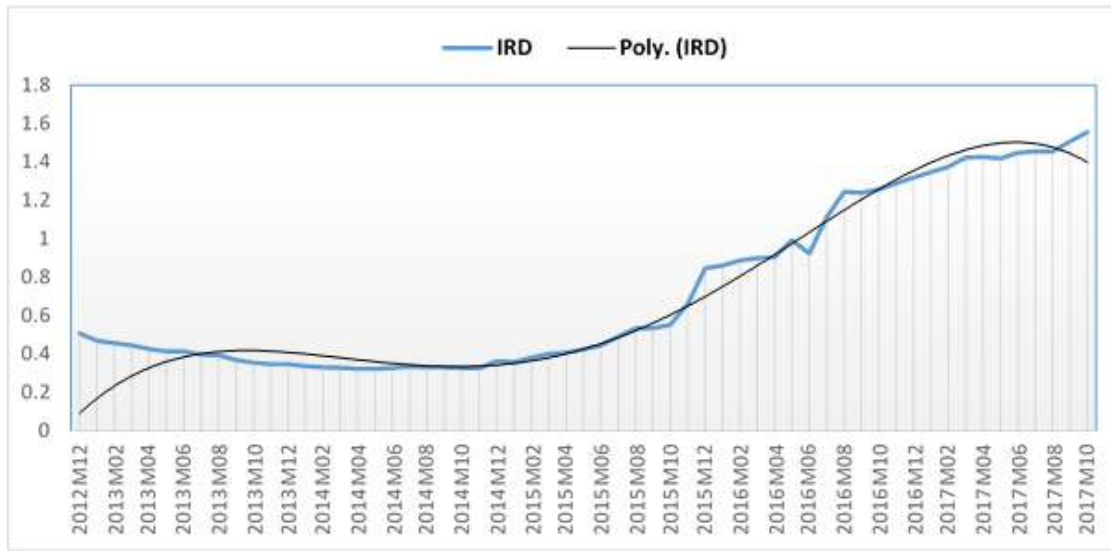
* INCEIF: International Centre for Education in Islamic Finance -the Global University of Islamic Finance-

** <http://US.Spindices.com>.

¹ يمكن الاطلاع على بيانات الشق الثاني للدراسة القياسية في الملحق رقم (5-4)

أولاً- معدل الفائدة، رمزه (IRD)*: ويتمثل بالتحديد في معدل الفائدة ليبور (Libor)** على الودائع بالدولار الأمريكي لسته أشهر، باعتباره المؤشر الرئيسي والمرجعي الذي تعتمد البنوك ومؤسسات الائتمان والمستثمرون لتثبيت تكلفة الاقتراض في أسواق المال في جميع أنحاء العالم، وهو المعدل الذي يعكس معدلات الفائدة على القروض المتبادلة بالعملات الرئيسية بين البنوك الدولية في سوق لندن، إذ يجري استخدامه وبشكل واسع في اتفاقيات الاقتراض قصيرة الأجل، وفي عقود المشتقات المالية كالعقود الآجلة وعقود المبادلات. يرجع سبب اختيارنا لهذا المعدل- إضافة إلى ما سبق-، أن كل إصدارات الصكوك الدولية المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك (DJS) مقومة بالدولار الأمريكي من جهة، ويتم تسعير عوائدها- سواء ثابتة أم عائمة- بناءً على معدل الفائدة ليبور، وهو تقليدياً شائعاً حتى في إصدارات الصكوك المحلية. ويمكن تتبع تطور أداء معدل الفائدة ليبور خلال فترة الدراسة من خلال الشكل (5-12) أدناه؛ حيث يتبين أن قيم معدل الفائدة ليبور (IRD) على الودائع بالدولار الأمريكي لسته أشهر شهدت نمو موجياً خلال فترة الدراسة بالنظر لقيمة المتوسط (Mean) البالغة (0.723)، كما سجلت أدنى قيمة لها (0.3219) في ماي 2014، أما أعلى قيمة له (1.5548) في أكتوبر 2017 وبانحراف معياري بلغ (0.4352).

الشكل رقم (5-12): تطور معدل الفائدة ليبور (6 month US Dollar LIBOR) وكثير الحدود المهمه له



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الدراسة

ويمكن التعبير عن أداء معدل الفائدة ليبور (IRD) من خلال كثير الحدود لتغير الزمن وفق المعادلة التالية:

$$y = -2E-06x^4 + 0.0002x^3 - 0.0077x^2 + 0.099x \dots \dots \dots (5-31)$$

$$R^2 = 0.9541$$

حيث تفيد المعادلة المقدره ارتباط معدل الفائدة بالزمن أين وصل معامل الارتباط إلى 97.2%، ويظهر من خلال اتجاه أداء معدل الفائدة ليبور خلال فترة الدراسة أنه في تزايد مستمر بشكل عام، عدا خلال الثلاثي الثاني من عام 2014، والذي قد يرجع إلى تطبيق نظام الفائدة السلبية لأول مرة خلال نفس الفترة من عام 2014م من قبل البنك المركزي الأوربي.

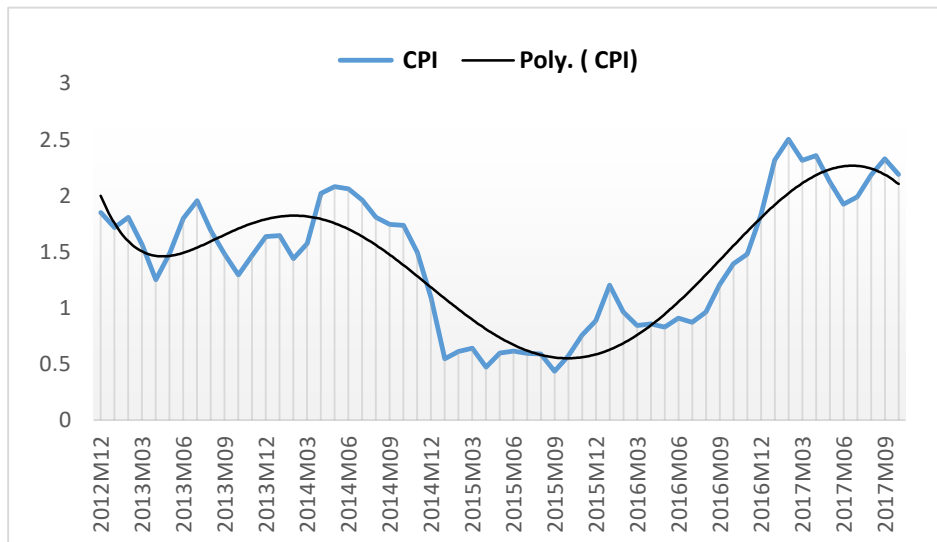
* IRD: Interest Rate Deposited.

** London Inter-Bank Offered Rate.

وبما أن المبدأ العام والأساسي للاستثمار أن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار تلك الأوراق المالية -تتحرك أسعارها بشكل عام في اتجاه معاكس مع أسعار الفائدة-، والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لعائد الورقة المالية، وبما أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحاصلة في مستوى معدلات الفائدة، وينتج عن هذا تقلبات في عوائد الأوراق المالية يتحدد نتيجة التغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة.

بناء على ما سبق، يمكن أن نستنتج إلى أن مخاطر أسعار الفائدة لها تأثير على عوائد الصكوك إضافة أن تسعير عوائدها يعتمد على معدل الفائدة لبيور، وبالتالي فإن التغير في هذا المعدل قد يؤدي إلى التغير في عوائد الصكوك. ثانياً-معدل التضخم، رمزه (CPI)*: يتمثل البعد الثاني لمخاطر السوق في مخاطر التضخم الذي يطلق عليه أحياناً بمؤشر أسعار المستهلكين أو مؤشر أسعار التجزئة (-Retail Price index -RPI)، ويعتبر المقياس الأكثر استخداماً والأكثر دقة للتضخم، فهو المقياس الذي يعبر عن مقدار التغير الشهري لأسعار سلة محددة من المنتجات الاستهلاكية والخدمات مثل (المواد الغذائية، والطاقة والسكن والملابس والنقل والرعاية الطبية والتعليم) التي يشتريها المستهلكون الأمريكيون خلال فترة زمنية معينة*، إذ لا يشمل هذا المؤشر (CPI) بنود الاستثمار من أسهم وسندات وعقارات التي تتعلق بالمدرجات ولا علاقة لها بالنفقات الاستهلاكية اليومية، ويمكن متابعة تطوره من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (5-13): تطور مؤشر معدل التضخم (CPI) وكثير الحدود المهمه له



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الدراسة

ويمكن كتابة تطور مؤشر التضخم (CPI) كمتغير تابع لمتغير الزمن، والمعبر عنه بكثير حدود من الدرجة السادسة كما يلي:

$$y = 6E-09x^6 - 1E-06x^5 + 0.0001x^4 - 0.0039x^3 + 0.0632x^2 - 0.4091x + 2.3491 \dots \dots \dots (5-32)$$

$$R^2 = 0.8067$$

* CONSUMER PRICE INDEX.

* لذلك يعرف أيضاً باسم مؤشر تكاليف المعيشة (Cost Of Living Index)، كما يعد مقياساً إلى معدل صرف العملة بين قيمتها الحالية والمستقبلية

بمعدل ارتباط بالزمن وصل إلى 82.10% عند تتبع تطور مؤشر التضخم (CPI) عبر الزمن من خلال الشكل (4-13)، نلاحظ أن معدل التضخم أخذ منحى متزايد بشكل عام خلال فترة الدراسة، حيث بلغ متوسطه (1.433%)، إلا أنه شهد تراجعاً حاداً خلال الفترة (2014-2015) وسجل أدنى قيمة له (0.4353%) في سبتمبر 2015، والذي قد يرجع إلى قرار مجلس الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة في تلك السنة، بعد سبع (07) سنوات من استقرارها عند مستوى الصفر أو دونه كإحدى تبعات الأزمة المالية العالمية 2008م، ليشهد بعد ذلك مؤشر التضخم (CPI) نمو مطرداً خلال الفترة (2016-2017) ليصل إلى أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة وصلت إلى 2.50% في فيفري 2017، ويعني الاتجاه الصعودي لمؤشر (CPI) زيادة مستوى التضخم، ما يؤدي إلى انخفاض القوة شرائية مستقبلاً، أي أن كل دولار تم كسبه قادراً على شراء نسبة أقل من سلعة أو خدمة لاحقاً، وكإجراء احترازي استمر مجلس الاحتياطي الفيدرالي في رفع معدلات الفائدة قصيرة الأجل لمساعدة الأسعار على الانخفاض واستقرارها كوسيلة لمحاربة التضخم، حيث ستجذب أسعار الفائدة المرتفعة الاستثمار الأجنبي، ما يزيد الطلب على عملة البلد (الدولار الأمريكي)، ولكن غالباً ما يثير هذا القلق لدى المستثمرين بسبب ارتفاع تكلفة الاقتراض، وبالتالي ينعكس التغير في مؤشر التضخم (CPI) على تحديد عوائد مستثمري الصكوك بصفتهم مقرضين، هذا من جهة، ومن جهة أخرى أن من مظاهر التضخم زيادة معدل الأسعار في الاقتصاد ما يؤدي إلى تراجع عوائد أدوات الدخل الثابت بما فيها الصكوك، وقد يربح المقترض على حساب المقرض عندما يكون التضخم أعلى من المتوقع، والعكس بالعكس صحيح. لذلك من المتوقع وجود علاقة تأثير بين مخاطر معدل التضخم وعائد الصكوك، تبعاً لأن مخاطر معدل التضخم لها علاقة مع العائد.

ثالثاً- مؤشر معدل صرف الدولار الأمريكي، رمزه (DXY): باختبارنا لمؤشر الدولار الأمريكي***، والمعروف اختصاراً برمز (USDx) أو (DXY) لدى بورصات وأسواق المال العالمية، والذي يعكس لنا البعد الثالث من مخاطر السوق والمتمثل في مخاطر سعر الصرف. وهو مؤشر مركب يتم حسابه عن طريق المتوسط الهندسي المرجح بالوزن النسبي لسلة عملات أجنبية رئيسية، تم إنشاؤه في عام 1973م من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (Federal Reserve) بقيمة مرجعية 100 نقطة أساس، يقيس أداء قيمة الدولار الأمريكي مقابل سلة العملات الأجنبية القائمة الأكبر في العالم، والجدول (5-13) أدناه يلخص وزن هذه العملات ضمن مؤشر الدولار (DXY).

الجدول رقم (5-13): وزن تشكيلية العملات ضمن مؤشر الدولار الأمريكي

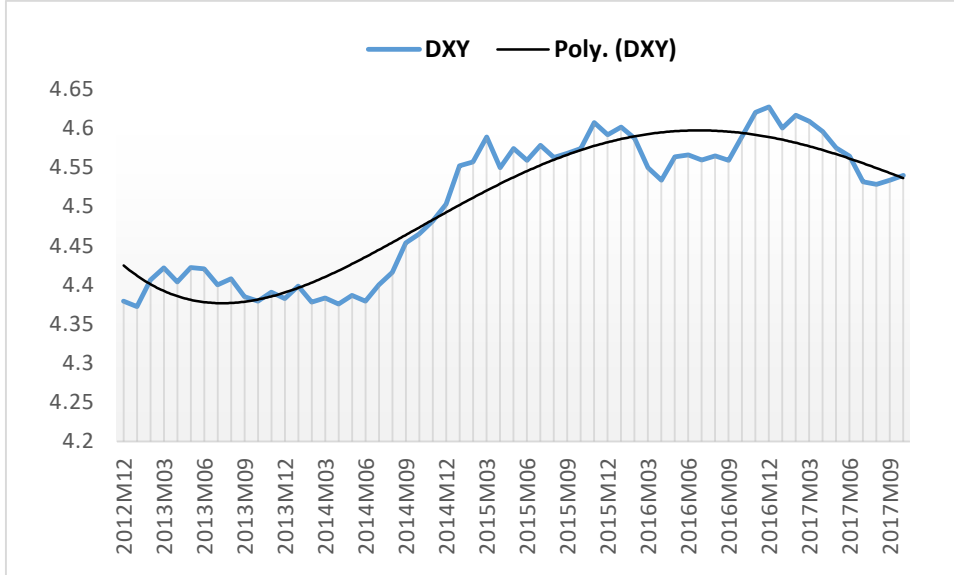
الوزن (%)	العملة
58.6	اليورو (EUR)
12.6	الين الياباني (JPY)
11.9	الجنيه الإسترليني (GBP)
9.1	الدولار الكندي (CAD)
4.2	الكرونا السويدية (SEK)
3.6	الفرنك السويسري (CHF)

المصدر: <https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/dollar-index>

*** ترجمة للمصطلح "US Dollar Index".

ويظهر تطور أداء مؤشر الدولار (DXY) خلال فترة الدراسة وفق الشكل (5-14) أدناه

الشكل رقم (5-14): تطور مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) وكثير الحدود الممهد له



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الدراسة

يبين الشكل (5-14) أعلاه بأن أداء قيمة الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة كان محصوراً بين أدنى قيمة له 79.21 نقطة أساس في جانفي 2013، وقد يرجع هذا الانخفاض النسبي في قيمة الدولار الأمريكي، نتيجة تخلي الولايات المتحدة الأمريكية عقب الأزمة المالية العالمية 2008م عن سياسة الدولار القوي لتخفيف العجز في ميزانها التجاري، من خلال عملية التسيير الكمي*؛ وبين أعلى قيمة له 102.21 نقطة أساس سجلت في ديسمبر 2016، وهي أعلى مستوى له منذ 13 عاماً متفوق بنسبة 15% عن العملات الرئيسية الأخرى، والذي قد يرجع إلى قرار مجلس الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي) الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة للمرة الثالثة خلال عام 2016م؛ وبانحراف معياري بلغ 7.82 نقطة أساس، ويبين كثير الحدود الموالي تطور مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) كمتغير تابع لمتغير الزمن:

$$y = 2E-07x^4 - 3E-05x^3 + 0.0013x^2 - 0.017x + 4.4406 \dots \dots \dots (5-33)$$

$$R^2 = 0.8817$$

وقد وصل معامل ارتباطه بالزمن إلى 87.73%، وأن الاتجاه العام المتذبذب له يؤول إلى تزايد بالنظر إلى قيمة متوسطه الحسابي (Mean) البالغ (90.60) نقطة أساس، وقد تظهر مخاطر سعر الصرف الدولار، عندما تكون للصكوك المصدرة تدفقات نقدية غير مؤكدة، وفي نفس الوقت مدفوعات (تسويات) بعملة أجنبية (كالدولار)؛ ومن مظاهر مخاطر سعر الصرف أيضاً عند تراجع قيمة العملة الأجنبية (الدولار الأمريكي) أمام العملة المحلية للمستثمر (حامل الصك).

* وذلك بتوسيع نطاق الاحتفاظ بالأوراق المالية في حساب مجلس الاحتياطي الفيدرالي للسوق المفتوح، ما يشجع عملية استعادة النشاط الاقتصادي والحد من اختلال الميزان التجاري الأمريكي من خلال زيادة حجم الكتلة النقدية، مما يساعد على تدني قيمة الدولار.

ونظراً لأن الإصدارات الدولية التي يتضمنها مؤشر دواجونز للصكوك (DJS)، يتم تداولها بالدولار الأمريكي، وتبعاً لشروط الإدراج أن تكون مقومة بالدولار الأمريكي، وعليه فإن التغير في مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) قد يؤدي إلى تغير عوائد أسعار الصكوك، أي أنه يمكن اعتبار مخاطر سعر صرف العملة ضمن أحد محددات عوائد الصكوك.

رابعاً- مؤشر أسعار السلع الأساسية، رمزه (S&PGSCI)*: المعروف سابقاً باسم مؤشر "Goldman Sachs" للسلع الأساسية وهو البعد الرابع لمخاطر السوق، والذي يعكس مخاطر تقلب أسعار السلع الخام في العالم، إذ يعد بمثابة مؤشر مرجعي (Benchmark) للاستثمار في أسواق السلع الأولية، وفي نفس الوقت مقياس لأداء (تحركات) أسعار السلع الخام المكونة للمؤشر نفسه خلال فترة زمنية معينة، وهو مؤشر قابل للتداول متاح بسهولة للمتعاملين في بورصة شيكاغو، تم تطويره أول مرة في عام 1991م بقيمة مرجعية 100 نقطة أساس من قبل شركة جولدان ساكس (Goldman Sachs)، وفي عام 2007م تم شراؤه ونقل ملكيته إلى الشركة المالية ستاندارد آند بورز (Standard & Poor's) التي تتولى حسابه ونشره حالياً.

يتكون المؤشر من سلة سلع أساسية خام (بما فيها عقودها الآجلة) والمتمثلة أساساً في (الطاقة، المعادن الصناعية، المعادن الثمينة، الزراعة وغيرها)، حيث يرجع الترجيح الأكبر في المؤشر للطاقة، وهو ما يميزه عن نظرائه من مؤشرات السلع الخام الأخرى مثل مؤشر (Dow Jones –USB Commodity) ويوضح الجدول (5-14) أوزان السلع الأساسية المكونة للمؤشر لعام 2020م.

الجدول رقم (5-14): أوزان السلع الخام المكونة لمؤشر السلع الأساسية (S&P GSCI) لعام 2020م

النسبة (%)	القطاع
61,71 ⁺	الطاقة
15,89	الزراعة
10,65	المعادن الصناعية
7,25	الماشية
4,50	المعادن الثمينة

⁺ يمثل النفط وحده ما نسبته 58,47% ، وتتوزع باقي النسبة 3,24% على عقود الطاقة الآجلة والغاز الطبيعي.

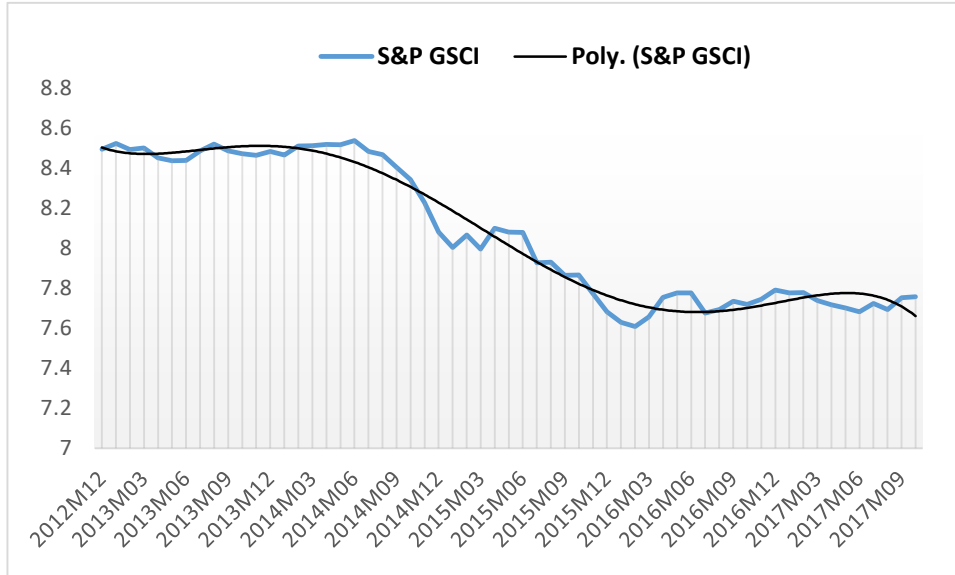
المصدر: إعداد الباحثة، اعتماد على: S&P Dow Jones, S&P GSCI Methodology, S&P Dow Jones Indices, January 2020, P 27

يرجع سبب اختيارنا لمؤشر (S&PGSCI) لترجيح (وزن) النفط ضمن المؤشر، الذي يمثل حوالي 60% من إجمالي أوزان السلع المشكلة للمؤشر، باعتبار الصكوك ولدى البعض من الباحثين والمتخصصين في الأسواق المالية إحدى الأدوات التمويلية والاستثمارية عرضه لمخاطر تقلبات أسعار النفط، وكذا المخاطر الجيوسياسية، كما أن أغلب إصدارات الصكوك خاصة الدولية، بما فيها المدرجة بمؤشر دواجونز للصكوك (DJS)، كانت من دول منتجة للنفط كالسعودية والإمارات العربية.

يبين الشكل رقم (5-15) تطور مؤشر أسعار السلع الأساسية (S&PGSCI) خلال فترة الدراسة.

* S & P GSCI Commodity Index

الشكل رقم (5-15): تطور مؤشر أسعار السلع الأساسية (S&P GSCI) وكثير الحدود الممهد له



المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الدراسة

يظهر من خلال الشكل (5-15) أنه يمكن تقسيم اتجاه منحنى مؤشر السلع الأساسية إلى مرحلتين أساسيتين خلال فترة الدراسة، تميزت المرحلة الأولى من ديسمبر 2012 إلى جوان 2014، باتجاه صعودي شبه مستقر للمؤشر سجل أعلى قيمة له (5105.46) نقطة أساس في جوان 2014م، وهو التاريخ الذي سجلت فيه أسعار النفط الخام أعلى مستوى لها، كما يشكل هذا التاريخ في نفس الوقت نقطة انعطاف لاتجاه المؤشر نحو بداية تراجع كبير ويدخل إلى المرحلة الثانية التي شهدت تذبذباً مستمراً نحو الانخفاض، والتي تزامنت مع الهبوط التدريجي في أسعار النفط بسبب الزيادة في معروض الخام، بفعل زيادة إنتاج الولايات الأمريكية المتحدة للنفط وتراجع الطلب عليه في الصين نتيجة تباطؤ اقتصادها وظهور بوادر تباطؤ اقتصادي عالمي، ليسجل المؤشر أدنى مستوى له (2016.989) نقطة أساس في مارس 2016، وهي الفترة التي هبطت عندها أسعار النفط في الأسواق العالمية إلى أدنى مستوى لها خلال ما يقارب من 12 عاماً، وبنسبة تراجع وصلت إلى 70% خلال 15 شهر الأخيرة.

بينما بلغت قيمة الانحراف المعياري (1881.92) نقطة أساس، وبمتوسط (Mean) موجب بلغ (3417.73) نقطة أساس، رغم أن الاتجاه العام لمنحنى مؤشر السلع الأساسية (S&PGSCI) خلال فترة الدراسة يظهر اتجاه متذبذب نحو التناقص، قد ترجع القيمة الموجبة لمتوسط المؤشر، إلى النتائج الايجابية التي حققها منذ قبل بداية فترة الدراسة بسبب تجاوز أسعار النفط حاجز 100 دولار للبرميل في 2011م. واستمرت إلى غاية ثلاثة سنوات أخرى.

وعند تقدير العلاقة التي تربط مؤشر أسعار السلع الأساسية (S&PGSCI) كمتغير تابع للزمن حيث وصل معامل الارتباط مع الزمن بـ 91.78% ووجود اتجاه متذبذب يؤول نحو التناقص خلال فترة الدراسة والتي يمكن التعبير عنها بكثير الحدود من الدرجة الخامسة كما يلي:

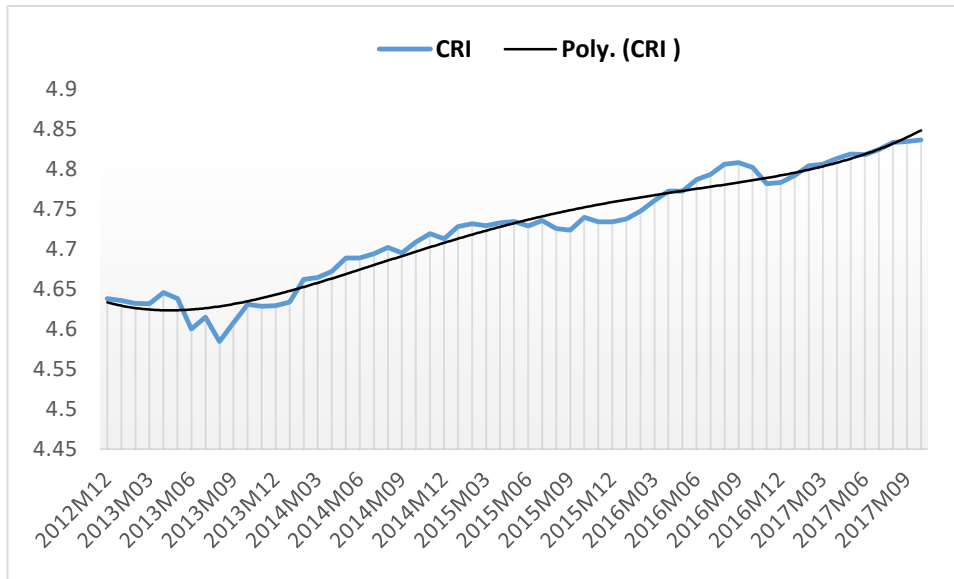
$$y = -6E-08x^5 + 8E-06x^4 - 0.0004x^3 + 0.0063x^2 - 0.0346x + 8.5313 \dots \dots \dots (5-34)$$

$$R^2 = 0.9651$$

يمكن القول أن مؤشر أسعار السلع الأساسية (S&PGSCI) يعكس معدل التضخم بالنسبة للسلع الخام التي يشتريها رجال الصناعة أو المستثمرين، فالإتجاه السعودي للمؤشر تأثير إيجابي على عملة سلة السلع الخام المكونة للمؤشر تأثير -و هي بطبيعة حال الدولار الأمريكي-، لأنه عندما يدفع هؤلاء المستثمرين و رجال الصناعة المزيد من الأموال للحصول على السلع الأساسية، تكون احتمالية انتقال التكاليف المرتفعة إلى المستهلك، وبالتالي قد يؤثر تغير مؤشر السلع الأساسية على تحديد عوائد حملة الصكوك.

خامسا- مؤشر مخاطر الائتمان، رمزه (CRI): والمتمثل في مؤشر Dow Jones Sukuk BBB Rated Index والمعروف بـ (DJSUKUK3BT) الرمز المعتمد لدى داوجونز بلومبرغ (Dow Jones Bloomberg) الجهة الصادر عنها، يهدف المؤشر إلى قياس أداء إصدارات الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي ذات أدنى تصنيف في درجة الاستثمارية، والمتمثل في التصنيف الائتماني (BBB) الصادر عن وكالة موديز (MOODY'S)، تم إنشاء المؤشر أول مرة في جانفي 2005 بقيمة مرجعية 100 نقطة أساس، إذن يعكس هذا المؤشر أداء إصدارات الصكوك الدولية الأكثر عرضة لاحتمال تخلف المصدر عن السداد، أو تأخيره أو عجزه في تسويات التزاماته إتجاه المستثمرين (حملة الصكوك) مقارنة بإصدارات الصكوك الدولية ذات الجودة الائتمانية العالية خلال فترة الدراسة، فالإتجاه السعودي للمؤشر دلالة على الأداء الجيد له. ويوضح الشكل (5-16) تطور مؤشر مخاطر الائتمان خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (5-16): تطور مؤشر مخاطر الائتمان (CRI) وكثير الحدود الممهده له



المصدر: إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات الدراسة

يتبين من خلال الشكل أن مؤشر (CRI) الذي يعكس لنا مخاطر الائتمان كان محصورا بين أقل قيمة 97.95 نقطة أساس مسجلة في أوت 2013، وأعلى قيمة له 125.96 نقطة أساس سجلت في أكتوبر 2017، بمتوسط موجب بلغ 112.77 نقطة أساس، وانحراف معياري 7.91 نقطة أساس، وتبين المعادلة الآتية تطور أداء إصدارات الصكوك الدولية ذات أدنى تصنيف ائتماني في الدرجة الاستثمارية كمتغير تابع للزمن، أين يمكن التعبير عنه بكثير حدود من الدرجة الرابعة:

$$y = 1E-07x^4 - 2E-05x^3 + 0.0007x^2 - 0.0061x + 4.6386.....(5-35)$$

$$R^2 = 0.9573$$

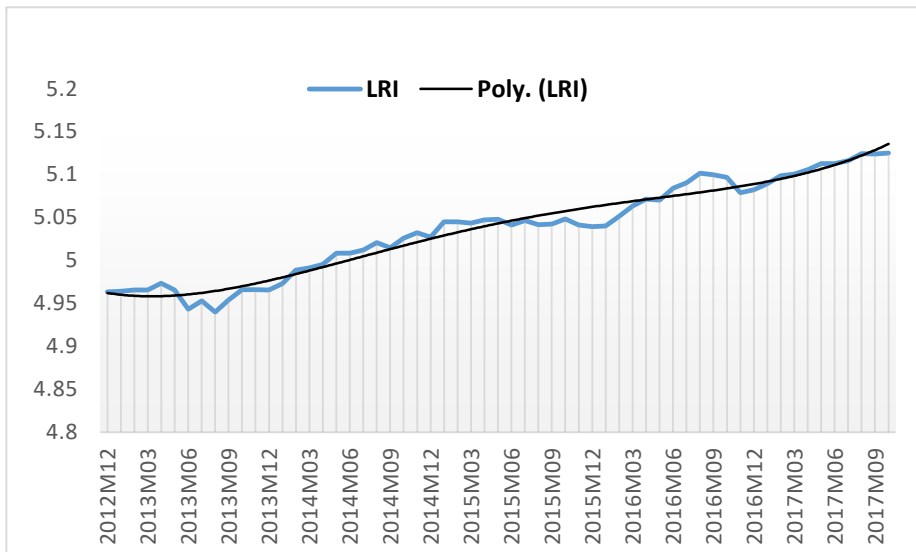
حيث يتبين من خلال المعادلة وجود ارتباط بالزمن وصل إلى 97.23% ويظهر اتجاه ميل نحو التزايد خلال فترة الدراسة. تعد مخاطر الائتمان، من أهم المخاطر الكامنة في عقود التمويل الإسلامية، خاصة منها عقود المدائبات المهيمنة على هياكل إصدارات الصكوك. وحتى تلقى هذه الإصدارات القبول لدى جمهور المستثمرين، كان لابد على جهات الإصدار من تصنيفها، خاصة مع تزايد تعقيد تركيبة أسواق رأس المال وتنوع الجهات المقترضة خلال العقود الأخرين، والذي زاد من حاجة المستثمرين ومنظمات الأعمال في اعتمادهم والرجوع إلى آراء وتقارير وكالات التصنيف الائتمانية العالمية.

كما أثبتت العديد من الدراسات والأبحاث السابقة إن الشركات ذات التصنيف الائتماني الجيد-أي ذات المخاطر المنخفضة- عادة ما تحقق عوائد أعلى من الشركات ذات التصنيف الائتماني المنخفض.

إن درجة التقلب في مؤشر مخاطر الائتمان (CRI) وطبيعة علاقته مع عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك (DJS)، قد يحدد درجة تأثير علاقة مخاطر الائتمان بعوائد صكوك.

سادسا-مخاطر السيولة، الرمز المعتمد (LRI): تم قياس هذا النوع من المخاطر من خلال مؤشر السيولة وإعادة الاستثمار في سوق الصكوك (Dow Jones Sukuk Reinvestment Index) والمعروف اختصارا بـ(DJSUKTXR)، تم إنشاؤه من قبل داوجونز بلومبرغ (Dow Jones Bloomberg) في سبتمبر 2005م، بقيمة مرجعية 100 نقطة أساس، يقيس المؤشر أداء إصدارات الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي ذات التصنيف الائتماني من الدرجة الاستثمارية من حيث السيولة وإعادة الاستثمار وعوائدها.

الشكل رقم (5-17): تطور مؤشر مخاطر السيولة (LRI) وكثير الحدود الممهد له



المصدر: إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات الدراسة

يظهر من خلال الشكل (5-17) أن أداء مؤشر السيولة (LRI) خلال فترة الدراسة كان محصور بين أقل قيمة 139,73 نقطة أساس في أوت 2013، وأعلى قيمة لها 168.17 نقطة أساس في أكتوبر 2017، بمتوسط حسابي موجب 154.14 نقطة أساس، وانحراف معياري 8.34 نقطة أساس.

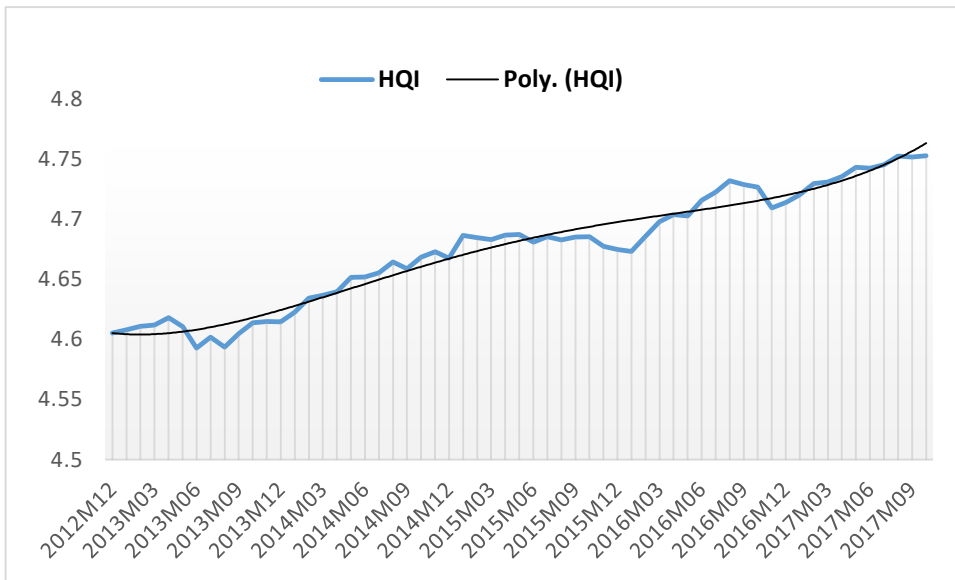
$$y = 9E-08x^4 - 1E-05x^3 + 0.0005x^2 - 0.0033x + 4.965 \dots\dots\dots(5-36)$$

$$R^2 = 0.9611$$

ومن خلال معادلة أعلى يتبين وجود اتجاه نحو الارتفاع، حيث وصل معامل الارتباط مع الزمن إلى 97.50% يفسر المنحنى الصعودي لاتجاه مؤشر (LRI) على توفر السيولة في السوق وإمكانية تداول الصكوك بسهولة مع انخفاض مخاطر إعادة استثمار عوائد الصكوك، غير أن الشائع عن الصكوك أنها أدوات غير سائلة مقارنة بالسندات التقليدية نتيجة قلة نشاط سوقها الثانوي وذو سيولة محدودة، نظرا لميل معظم حملة الصكوك الاحتفاظ بها إلى حين موعد استحقاقها، ما يعرض حملتها إلى مخاطر السيولة ومخاطر إعادة الاستثمار، عليه فإن حجم تقلب مؤشر مخاطر السيولة قد يحدد حجم عوائد مؤشر الصكوك.

سابعا- مؤشر المخاطر الشرعية، الرمز المعتمد (HQI): الذي يدخل ضمن مخاطر التشغيل باعتمادنا على المؤشر (Dow Jones Sukuk Higher Quality Index) المعروف اختصارا بـ (DJSHKT)، تم إنشاء المؤشر أول مرة في سبتمبر 2005 من قبل داوجونز بلمبرغ (Dow Jones Bloomberg) بقيمة مرجعية 100 نقطة أساس، ليعاد تعديله من جديد عند نفس القيمة في ديسمبر 2012. من شروط الإدراج في المؤشر، أن تكون إصدارات الصكوك الدولية مقومة بالدولار الأمريكي، ذات جودة عالية لامتها للمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة الأيوبي (AAOIFI)، تم تصميم المؤشر ليعكس أداء إصدارات الصكوك الدولية لعدد من الشركات المختارة وفقا لدرجة امتثالها العالي مع المعايير الاستثمارية الشرعية الصادرة عن الأيوبي (AAOIFI)، والمتثلة إصدارات صكوك ل: 50 شركة من السوق الأمريكية و25 شركة من الأسواق الأوروبية وآسيا وجنوب شرق آسيا.

الشكل رقم (5-18): تطور مؤشر المخاطر الشرعية (HQI) وكثير الحدود الممهد له



المصدر: إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات الدراسة

يتبين من خلال الشكل (5-18) أعلاه أن مؤشر المخاطر الشرعية (HQI) خلال فترة الدراسة كان محصوراً بين أقل قيمة 98.75 نقطة أساس مسجلة في جوان 2013م، وأعلى قيمة 115.89 نقطة أساس سجلت في أكتوبر 2017، بمتوسط حسابي موجب بلغ 107.38 نقطة أساس، ما يدل على نمو المؤشر خلال فترة الدراسة، وانحراف معياري 5.09 نقطة أساس، وتبين المعادلة الآتية تطور أداء مؤشر مخاطر الصكوك كمتغير تابع لمتغير الزمن، أين يمكن التعبير عنه بكثير الحدود من الدرجة الثالثة.

$$y = 8E-08x^4 - 1E-05x^3 + 0.0004x^2 - 0.0019x + 4.606 \dots \dots \dots (5-37)$$

$$R^2 = 0.9578$$

حيث يتبين من خلال المعادلة وجود ارتباط بالزمن يصل إلى 97،25% مع وجود اتجاه نحو التزايد خلال فترة الدراسة. ترتفع المخاطر الشرعية عند تراجع قيمة المؤشر (HQI)، نتيجة انتهاك الجهة المصدرة لمسؤولياتها الائتمانية من حيث امتثالها للقواعد الاستثمارية والشرعية المتفق عليها في نشرة الإصدار والمتوافق مع المعايير الصادر عن الآيوفي (AAOIFI)، أو قد يكون نتيجة وجود خلافات شرعية بين المصدر وهيئة الرقابة الشرعية للمستثمر، ما قد يؤدي إلى تراجع أداء المؤشر. وعليه فإن حجم التقلب السليبي في المؤشر وطبيعة العلاقة قد تحدد حجم العوائد المتوقعة لسوق الصكوك.

4-1-2- اختبار استقراريه السلاسل الزمنية

أثبت العديد من الدراسات القياسية ومنها (Nelson and Plosser, 1982) أن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية تتسم بعدم الاستقرار الناتج عن مشكلة الانحدار الزائف حتى وإن كانت بعض المؤشرات تظهر جودة النموذج، مثل كبر قيم (R^2) وقيم (t) المحسوبة، الذي قد يرجع إلى أن التغير في هذه المتغيرات قد يكون راجعاً إلى متغير الزمن الذي يؤثر فيها جميعاً بشكل متزامن، بمعنى أنها علاقة ارتباط فقط وليس سببية. لذا يتم اللجوء إلى أخذ الفروقات من أجل جعل السلاسل الزمنية المالية والاقتصادية مستقرة، ما قد يؤدي إلى فقدان خصائص المدى الطويل، هنا تظهر الحاجة إلى استخدام التكامل المشترك.

كمرحلة أولى، وقبل تطبيق منهجية ARDL لرصد طبيعة العلاقة بين مخاطر الصكوك كمتغيرات مستقلة (مفسرة) وعوائد أسعار إغلاق مؤشر الصكوك (DJS) كمتغير تابع، يتطلب الأمر اختبار استقرارية السلاسل الزمنية محل الدراسة، والذي يعد شرط أساسى من شروط التكامل المشترك؛ في هذا الإطار سنعتمد على نفس اختبارات الجذر الوجودي المستخدمة في دراسة استقراريه السلاسل الزمنية المالية المتعلقة بالمبحث السابق، المتمثلة أساساً في اختبار ديكي فولار المطور (ADF) (Augmented Dickey test (1981) Fuller، وكذلك اختبار فيليبس وبيرون (Phillips and Perron (PP) test (1988)، وكذا اختبار ديكي فولار المطور (ADF) (Augmented Dickey test (1981) لKلا الاختبارين هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على الجذر الوجودي أي أنها غير مستقرة، حيث يتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو الرفض بمقارنتها مع القيم الحرجة الموافقة لها، أو بملاحظة نسبة الاحتمال (P-Value)، فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية (ADF) و (PP) أكبر (بالقيمة المطلقة) من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض الفرضية العدم (H_0) القائلة بوجود الجذر الوجودي والذي يدل على استقرارية السلسلة الزمنية محل الدراسة¹.

¹ عائشة كحيل، التقييم الاقتصادي للأثار والسياسات البيئية، مرجع سابق، ص 137-138

يلخص الجدول رقم (5-15) أدناه النتائج المتوصل إليها، حيث تم اختبار درجة إبطاء (تأخير Lags) السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة اعتماداً على إحصائية كل من (AIC) و (SC).

وقد أظهرت نتائج اختبار الجذر الوحدوي (ADF) و (PP) للكشف عن درجة تكامل متغيرات الدراسة، أن كافة السلاسل الزمنية الثمانية تحتوي على الجذر الوحدوي، ومنه فالسلاسل غير مستقرة خلال الفترة (2012-2017) عند المستوى، حيث كانت القيم المطلقة للإحصائيات المقدرة أقل تماماً من القيم الحرجة لتوزيع (Mackinnon) عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يؤكد نسب الاحتمال الأكبر تماماً من درجة معنوية 5%، وعليه يمكن القول أن السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة غير متكاملة من درجة صفر I(0)، وبالتالي تقبل فرضية العدم H_0 : أي أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير مستقرة خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (5-15): نتائج اختبار استقرارية متغيرات الشق الثاني من دراسة القياسية

درجة التكامل	PP (Bartlett kernel)			ADF			اختبار الاستقرارية	
	3	2	1	6	5	4	النموذج	
متغيرات الدراسة								
I(1)	-0.180848 (0.6167)	-2.916844 (0.1650)	-2.791626 (0.0657)	-0.177267 (0.6180)	-2.760399 (0.2176)	-2.598984 (0.0990)	المستوى	LNDJS
	-7.889554 (0.0000)	-7.787232 (0.0000)	-7.821058 (0.0000)	-7.891697 (0.0000)	-7.788442 (0.0000)	-7.822782 (0.0000)	الفرق الأول	
I(1)	3.160881 (0.9995)	0.5239 (0.5239)	1.559169 (0.9993)	3.658364 (0.9999)	-2.120077 (0.5239)	1.890890 (0.9998)	المستوى	IRD
	-5.499704 (0.0000)	-6.942000 (0.0000)	-6.092477 (0.0000)	-5.330476 (0.0000)	-6.942000 (0.0000)	-6.064605 (0.0000)	الفرق الأول	
I(1)	-0.220769 (0.6025)	-1.160435 (0.9090)	-1.379375 (0.5862)	-0.486798 (0.5007)	-1.837720 (0.6732)	-1.841202 (0.3573)	المستوى	CPI
	-4.934949 (0.0000)	-4.806403 (0.0014)	-4.861413 (0.0002)	-8.312840 (0.0000)	-8.155071 (0.0000)	-8.237156 (0.0000)	الفرق الأول	
I(1)	0.813818 (0.8851)	-1.204702 (0.9001)	-1.417524 (0.5676)	0.874424 (0.8954)	-1.030028 (0.9314)	-1.392215 (0.5800)	المستوى	DXY
	-7.572887 (0.0000)	-7.726154 (0.0000)	-7.644506 (0.0000)	-7.545892 (0.0000)	-7.728088 (0.0000)	-7.624398 (0.0000)	الفرق الأول	
I(1)	-1.681146 (0.0874)	-1.411827 (0.8472)	-0.937391 (0.7693)	-1.681146 (0.7242)	-1.970847 (0.6041)	-1.062696 (0.7242)	المستوى	S&P GSCI
	-5.758818 (0.0000)	-6.126791 (0.0000)	-6.122360 (0.0000)	-3.727126 (0.0004)	-4.020937 (0.0135)	-4.006885 (0.0028)	الفرق الأول	
I(1)	2.620392 (0.9976)	-3.187703 (0.0970)	0.094121 (0.9626)	2.456464 (0.9962)	-3.100725 (0.1159)	0.022124 (0.9565)	المستوى	CRI
	-7.375972 (0.0000)	-8.069155 (0.0000)	-8.082915 (0.0000)	-7.314897 (0.0000)	-8.064571 (0.0000)	-8.078861 (0.0000)	الفرق الأول	
I(1)	2.863950 (0.9988)	-2.947007 (0.1560)	-0.004422 (0.9540)	2.796984 (0.9985)	-2.785505 (0.2084)	-0.025901 (0.9519)	المستوى	LRI
	-6.969188 (0.0000)	-7.685873 (0.0000)	-7.715305 (0.0000)	-6.858066 (0.0000)	-7.686374 (0.0000)	-7.716175 (0.0000)	الفرق الأول	
I(1)	2.824564 (0.9986)	-2.819567 (0.1965)	-0.225243 (0.9288)	2.774664 (0.9984)	-2.622937 (0.2721)	-0.238457 (0.9270)	المستوى	HQI
	-6.934225 (0.0000)	-7.610710 (0.0000)	-7.662799 (0.0000)	-6.841717 (0.0000)	-7.610716 (0.0000)	-7.662827 (0.0000)	الفرق الأول	

القيم الموجودة بين قوسين () تدل على نسبة الاحتمال (P-Value).
المصدر: إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الدراسة

و لكن بعد أخذ الفروقات من الدرجة الأولى (I(1) استقرت كافة السلاسل، حسب ما أشارت إليه إحصائيتي ديكي فولار (ADF) وفيليبس بيرون (PP) الأكبر تماما من القيم الحرجة لتوزيع (Mackinnon) عند نسب المعنوية الشهيرة 1%، 5%، 10%، وهو ما يؤكد نسبة الاحتمال الأقل تماما من 5%، وعليه يمكن القول أن كافة السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى (I(1)، مما يعني إمكانية تكاملها تكاملا مشتركا، ومنه يمكن في هذه الحالة إجراء المنهجية الأفضل للتكامل المشترك باستخدام منهج اختبار الحدود في إطار منهجية ARDL.

4-2- دراسة أثر علاقة مخاطر الصكوك بعوائدها

بعد تحليلنا مؤشرات المتغيرات المستخدمة في الدراسة، وتحديد درجة تكامل سلاسلها الزمنية والتي استقرت عند الفرق الأول؛ وكخطوة موالية سنحاول دراسة العلاقة بين عوائد سلسلة أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك ومحدداته المرتبطة بالمخاطر (السوقية، الائتمانية والسيولة والتشغيل)، لبيان أثر العلاقة التوازنية في الأجلين القصير والطويل باستخدام منهجية ARDL، بغية تحديد أثر أهم المخاطر المفسرة لسلك عوائد الصكوك.

4-2-1- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء

سيتم فيما يلي تقديم نتائج تقدير نموذج التكامل المشترك وفق منهجية ARDL، باعتبارها أكثر النماذج ملائمة مع حجم العينة البالغة 59 مشاهدة شهرية من ديسمبر 2012 إلى أكتوبر 2017، حيث تم تقدير نموذج الدراسة وفق التالي:

$$DJS=f(IRD, CPI, DXY, S\&PGSCI, CRI, LRI, HQI).....(5-38)$$

DJS: عوائد أسعار الصكوك ممثلة في الفرق الأول للوغاريتم قيم أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك.

IRD: مؤشر مخاطر أسعار الفائدة.

CPI: مؤشر مخاطر أسعار التضخم.

DXY: مؤشر مخاطر سعر صرف الدولار الأمريكي.

S&PGSCI: مؤشر مخاطر أسعار السلع الأساسية (الخام).

CRI: مؤشر مخاطر الائتمان.

LRI: مؤشر مخاطر السيولة وإعادة الاستثمار.

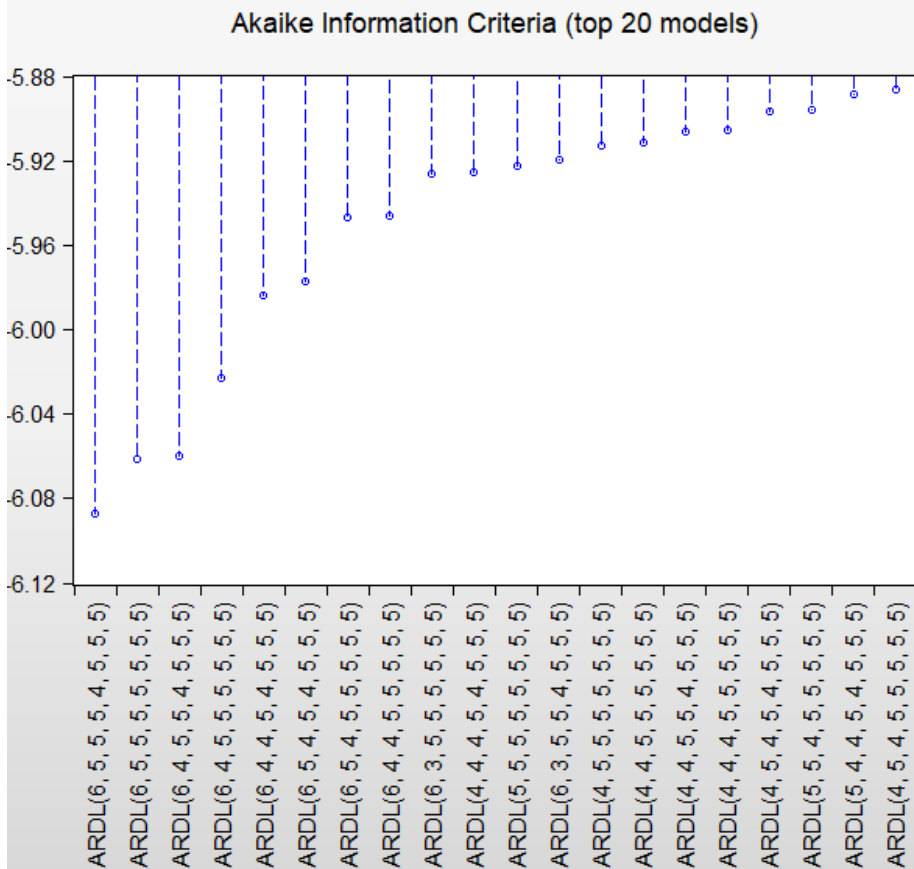
HQI: مؤشر المخاطر الشرعية (التوافق الشرعي).

أولاً: تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد واختيار فترات الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج

من أجل الاستمرار في تقدير النموذج في إطار إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيرات النموذج وفقاً لمنهج الحدود، لابد أولاً اختيار (تحديد) فترة الإبطاء المثلى للفرق الأول لقيم المتغيرات في نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM)، وذلك باستخدام نموذج متجه الانحدار ذاتي غير مقيد Autoregressive Model Unrestricted Vector بوجود حد ثابت واتجاه عام، ويمكن استخدام عدة معايير للمفاضلة، منها معياري كل من (AIC) و (SC). وباعتمادنا على البرنامج الإحصائي إيفيوز (Eviews) الإصدار التاسع،

حاولنا تغيير فترة الإبطاء التلقائية لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بالزيادة والنقصان للوصول إلى أفضل نموذج من الناحية الإحصائية، القياسية والاقتصادية¹ وكذا المالية، ويوضح الشكل (5-19) أدناه نتائج تقدير أمثل نموذج، وقد تم الحصول على أن (6.5.5.4.5.5.5) ARDL هو أمثل نموذج بين 20 أفضل نموذج، وذلك لتمييزه بأقل قيمة حسب معيار (AIC).

الشكل رقم (5-19): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى لنموذج الدراسة



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

بعد تحديد فترات الإبطاء اعتماد على معيار (AIC) كما هو موضح في الشكل أعلاه، وللتأكد من وجود علاقة طويلة الأجل نستخدم اختبار الحدود، وكذا التأكد من وجود النموذج المقدر الأنسب بعد إخضاعه للاختبارات التشخيصية.

ثانياً- اختبار منهج الحدود

قبل اعتماد النموذج (6.5.5.5.4.5.5.5) ARDL في تقدير طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لابد من الكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة، باستخدام اختبار الحدود (Bounds Test)، ويتم الاختبار انطلاقاً من فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج ($H_0: B_1 = B_2 = \dots = B_9 = 0$)، مقابل الفرض البديل

¹ اعتماداً على: عائشة كحيل، التقييم الاقتصادي للأثار والسياسات البيئية، مرجع سابق، ص 143

بوجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين مستوى متغيرات النموذج ($H_1: B_1 \neq B_2 \neq \dots \neq B_9 \neq 0$)، وذلك من خلال مقارنة قيمة إحصائية فيشر المحسوبة (F-STATISTIC) لمعاملات المتغيرات المستقلة المبطة مع إحصائية (F) الجدولية المناظرة لها والمحسوبة من قبل (Pesaran and AL(2001))، ويوضح الجدول (5-16) أدناه نتائج اختبار الحدود للنموذج المقدر.

جدول رقم (5-16): نتائج اختبار منهج الحدود (Bounds Test)

ARDL Bounds Test		
Date: 03/14/20 Time: 18:37		
Sample: 2013M06 2017M10		
Included observations: 53		
Null Hypothesis: No long-run relationships exist		
Test Statistic	Value	k
F-statistic	12.21764	7
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.03	3.13
5%	2.32	3.5
2.5%	2.6	3.84
1%	2.96	4.26

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

تشير النتائج إلى أن قيمة إحصائية فيشر المحسوبة (F-STATISTIC =12.217) أكبر من القيم الحرجة عند الحدود الدنيا والعليا التي وضعها (Peasaran) عند مستوى معنوية 1%، 5%، 10%، مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل بين متغيرات نموذج الدراسة.

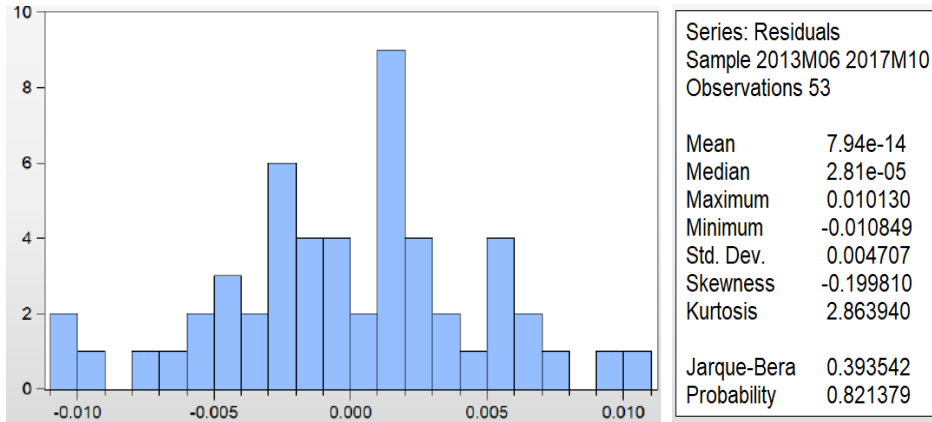
ثالثاً- اختبارات الكشف عن جودة النموذج المقدر

تتمثل بالتحديد في الاختبارات التشخيصية لبواقي النموذج المقدر في إطار التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، والتي تقتضي أن تتبع أخطاء (بواقى) النموذج التوزيع الطبيعي، وألا تكون متحيزة، وأن تكون منسقة، أي باختصار تجانس التباين الشرطي لبواقي النموذج، ويفترض التحقق من استيفاء النموذج المقدر وفق منهجية ARDL لفرضيات هذه الطريقة، وذلك من خلال إجراء الاختبارات التشخيصية الآتية¹:

¹ اعتماد على: عائشة كيجلى، التقييم الاقتصادي للأثار والسياسات البيئية، مرجع سابق، ص ص 144-146

1- اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء (البواقي) العشوائية (Normality Test): هناك عدة اختبارات من أجل التحقق من أن البواقي (الأخطاء) للنموذج المقدر تتبع التوزيع الطبيعي، منها: Jarque-Berra (JB), Kurtosis, Skeuness، إلا أننا سنعتمد في دراستنا على نتائج اختبار جارك بيرا (JB) من خلال اختبار فرضية العدم (H_0)، القائلة: أن بواقي معادلة الانحدار موزعة طبيعياً.

الشكل رقم (5-20): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

يظهر من خلال الشكل رقم (5-20) أعلاه أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية جارك بيرا (JB) البالغة (Probability) أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه لا يمكننا رفض فرضية العدم، وعليه نستنتج أن البواقي تتوزع بشكل طبيعي بالنسبة للنموذج المقدر.

2- اختبار الكشف عن الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)

تستوجب جودة نموذج ARDL خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط، ومن أهم الاختبارات المخصصة للكشف عن مشكلة الارتباط بين الأخطاء نجد:

اختبار Durbin Watson test (DW)، اختبار H-Statistic (Durbin h test)، واختبار Breusch (LM) Godfrey Serial Correlation test، إلا أن اختبار (DW) يعجز عن كشف الارتباط الذاتي عندما تضاف قيم المتغير التابع المبطأة كمتغير مستقل، كما أنه لا يأخذ بعين الاعتبار إلا الارتباط التسلسلي من الدرجة الأولى، ويصلح في الكشف على التعدد الخطي في معادلات الانحدار، لذا سيتم استخدام اختبار (LM) المقترح من طرف (Breusch-Godfrey)، حيث تقتضي فرضية العدم: غياب ارتباط تسلسلي ذاتي بسلسلة بواقي التقدير، أي ($H_0: P_1=P_2=...P_9=0$)، مقابل الفرضية البديلة القائلة بوجود ارتباط تسلسلي لبواقي التقدير.

الجدول رقم (5-17): نتائج اختبار عدم الارتباط الذاتي بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	1.500493	Prob. F(2,3)	0.3535
Obs*R-squared	26.50436	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.EViews.

يظهر من خلال نتائج الجدول أعلاه، أن قيمة الاحتمال (Prob=0.3535) الخاصة باختبار إحصائية فيشر المحسوبة (F-) المقدر (STATISTIC=1.500) تتعدى 5%، وهذا يشير إلى قبول فرضية العدم (H_0) التي تفترض عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج المقدر

3- اختبار عدم ثبات التباين للأخطاء (Heteroskedasticity test)

للكشف عن عدم ثبات التباين بين حدود بواقي النموذج المقدر، يمكن استخدام عدة اختبارات منها: اختبار أثر ARCH (ARCH-Test) واختبار (Breush-Pagan-Godfrey)، كما هو موضح في الجدولين رقم (5-18)، ورقم (5-19) أدناه

الجدول رقم (5-18): نتائج اختبار أثر ARCH في بواقي النموذج المقدر

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.172615	Prob. F(1,50)	0.6796
Obs*R-squared	0.178902	Prob. Chi-Square(1)	0.6723

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.EViews.

الجدول رقم (5-19): نتائج Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.625688	Prob. F(47,5)	0.3112
Obs*R-squared	49.74477	Prob. Chi-Square(47)	0.3646
Scaled explained SS	0.412608	Prob. Chi-Square(47)	1.0000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.EViews.

تظهر النتائج الموضحة أعلاه أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر (Prop. F) أكبر من مستوى معنوية 5% لكلا الاختبارين، وعليه نقبل فرضية العدم (H_0)، أي ثبات التباين للنموذج المقدر، أو بعبارة أخرى أن تباين الأخطاء متجانس، أي لا يوجد اختلاف تباين في حد خطأ النموذج المقدر. فيما يلي ملخص نتائج لأهم الاختبارات التشخيصية الواردة أعلاه، وفق الجدول رقم (5-20) التالي

الجدول رقم (5-20): ملخص نتائج الكشف عن جودة النموذج المقدر

نتائج الاختبارات	نوع الاختبار التشخيصي
0,3935 (0,8213)	JB
1.500493 (0.3535)	BG LM
1.625688 (0.3112)	BPG
0.172615 (0.6723)	ARCH

المصدر: اعداد الباحثة، اعتماد على الجداول التالية: (5-17)، (5-18) و (5-19)، والشكل (5-20)

تظهر مجمل نتائج الاختبارات التشخيصية بشكل عام جودة النموذج المختار من الناحية القياسية، لذا سيتم تقدير نموذج التكامل المشترك في الأجلين كما يلي:

4-2-2- تقدير نموذج التكامل المشترك في الأجل القصير والطويل

يقوم نموذج تصحيح الخطأ على فرضية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، تتحدد في ظلها القيمة التوازنية لعائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك في إطار محدداته من حيث مبدأ المبادلة بين العائد والمخاطرة، ولكن قد تكون قيم النموذج المقدر للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تختلف عن قيمتها التوازنية، مما ينجم عنه خطأ التوازن الذي يمكن أن يتم تعديله أو تصحيحه في الأجل الطويل، لذا يفترض نموذج تصحيح الخطأ وجود نوعين من العلاقة بين عوائد الصكوك كمتغير تابع ومحدداته من المخاطر كمتغيرات مفسرة، حيث تقاس العلاقة طويلة المدى بمستوى متغيرات النموذج، بينما تقاس العلاقة الآنية قصيرة الأجل من خلال التغيرات فيما بينها في كل فترة¹، لذلك سيتم التأكد من وجود علاقة توازنية بين متغيرات النموذج من خلال اختبار التكامل المشترك.

أولاً- نتائج التقدير

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، سيتم تقديم نتائج التكامل المشترك وتقدير العلاقة قصيرة الأجل وشكل العلاقة طويلة الأجل، وفق ما يلي:

¹ عائشة كيحلي، التقييم الاقتصادي للأثار والسياسات البيئية، مرجع سابق، ص 146

الجدول رقم (5-21): تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج

ARDL Cointegrating And Long Run Form
 Dependent Variable: LNDJS
 Selected Model: ARDL(6, 5, 5, 5, 4, 5, 5, 5)
 Sample: 2012M12 2017M10
 Included observations: 53

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNDJS(-1))	-0.258182	0.204977	-1.259568	0.2634
D(LNDJS(-2))	-1.300633	0.305689	-4.254753	0.0081
D(LNDJS(-3))	-1.116268	0.319643	-3.492239	0.0174
D(LNDJS(-4))	0.114539	0.210547	0.544006	0.6098
D(LNDJS(-5))	0.016326	0.013004	1.255468	0.2648
D(IRD)	-1.279406	0.251705	-5.082967	0.0038
D(IRD(-1))	-0.065230	0.139903	-0.466255	0.6606
D(IRD(-2))	-0.584726	0.185078	-3.159352	0.0251
D(IRD(-3))	-0.079254	0.186034	-0.426021	0.6878
D(IRD(-4))	-0.092545	0.158937	-0.582277	0.5856
D(DXY)	0.016955	0.005730	2.959097	0.0316
D(DXY(-1))	-0.028541	0.007074	-4.034619	0.0100
D(DXY(-2))	0.000559	0.005364	0.104199	0.9211
D(DXY(-3))	0.011164	0.006257	1.784172	0.1345
D(DXY(-4))	-0.003783	0.004240	-0.892164	0.4132
D(CPI)	0.036311	0.092702	0.391699	0.7114
D(CPI(-1))	0.149082	0.070551	2.113122	0.0883
D(CPI(-2))	0.198353	0.053951	3.676558	0.0143
D(CPI(-3))	-0.118460	0.039484	-3.000243	0.0301
D(CPI(-4))	0.201100	0.047986	4.190842	0.0086
D(S_P_GSCI)	0.000256	0.000063	4.065960	0.0097
D(S_P_GSCI(-1))	-0.000086	0.000105	-0.820545	0.4492
D(S_P_GSCI(-2))	-0.000541	0.000140	-3.878096	0.0117
D(S_P_GSCI(-3))	-0.000360	0.000069	-5.203561	0.0035
D(CRI)	-0.418223	0.093453	-4.475243	0.0065
D(CRI(-1))	-0.049007	0.062904	-0.779075	0.4712
D(CRI(-2))	-0.079530	0.073324	-1.084626	0.3276
D(CRI(-3))	0.109498	0.073850	1.482704	0.1983
D(CRI(-4))	0.115393	0.059498	1.939444	0.1101
D(LRI)	1.733116	0.219862	7.882747	0.0005
D(LRI(-1))	-0.850234	0.247823	-3.430807	0.0186
D(LRI(-2))	0.193101	0.168686	1.144738	0.3041
D(LRI(-3))	0.572756	0.137378	4.169204	0.0087
D(LRI(-4))	-0.422585	0.105790	-3.994565	0.0104
D(HQI)	-1.136672	0.219110	-5.187672	0.0035
D(HQI(-1))	0.308112	0.136046	2.264757	0.0729
D(HQI(-2))	0.035195	0.152668	0.230534	0.8268
D(HQI(-3))	0.313596	0.158411	1.979637	0.1046
D(HQI(-4))	0.378653	0.136236	2.779387	0.0389
CointEq(-1)	-0.414599	0.065844	-6.296672	0.0015

$$\text{Cointeq} = \text{LNDJS} - (-3.8766 \cdot \text{IRD} + 0.0954 \cdot \text{DXY} - 1.2935 \cdot \text{CPI} + 0.0029 \cdot \text{S_P_GSCI} - 2.6799 \cdot \text{CRI} + 8.5026 \cdot \text{LRI} - 8.8932 \cdot \text{HQI} + 392.8031)$$

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.EViews

ثانياً- تحليل نتائج التقدير

يوضح الجدولين رقم (21-5) أعلاه و(22-5) أدناه نتائج تقدير نموذج (ARDL) في الأجلين، حيث يظهر الجدول رقم (5-21) معاملات نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل والذي يعطي في الجزء العلوي من تقدير نموذج تصحيح الخطأ حسب منهجية ARDL، أما الجزء السفلي منه، يظهره الجدول رقم (22-5) والذي يوضح نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل، لذلك سنحاول تقديم تفسير لنتائج النموذج المقدر في الأجلين الطويل والقصير، وفق ما يلي:

1- تحليل نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

الجدول رقم (22-5): نتائج تقدير العلاقة في المدى الطويل

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IRD	-3.876596	0.604400	-6.413960	0.0014
DXY	0.095419	0.011656	8.186081	0.0004
CPI	-1.293470	0.206653	-6.259140	0.0015
S_P_GSCI	0.002908	0.000223	13.045142	0.0000
CRI	-2.679925	0.299268	-8.954921	0.0003
LRI	8.502604	0.710428	11.968279	0.0001
HQI	-8.893151	0.689943	-12.889697	0.0001
C	392.803079	2.672785	146.963954	0.0000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

يظهر من خلال نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل الموضحة في الجدول رقم (22-5)، أن كل معاملات مؤشرات مخاطر سوق الصكوك المختارة خلال فترة الدراسة ذات معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 1%، وقد أثرت متغيرات كل من (معدل الفائدة، التضخم ومؤشر مخاطر الائتمان ومؤشر مخاطر الشرعية) بشكل سلبي على عوائد مؤشر داوجونز للصكوك، حيث أن الزيادة في معدل الفائدة بمقدار 1% تؤدي إلى تراجع عوائد مؤشر داوجونز للصكوك بـ (3.87%)، بينما تؤدي زيادة معدل التضخم بنسبة 1% إلى انخفاض عوائد مؤشر الصكوك بمقدار (1.29%)، في حين ينجم عن زيادة نقطة أساس واحدة في مؤشر مخاطر الائتمان إلى تراجع عوائد مؤشر داوجونز للصكوك بـ (2.67) نقطة أساس، كما تؤدي زيادة نقطة أساس واحدة في مؤشر المخاطر الشرعية إلى انخفاض عوائد مؤشر الصكوك بـ (8.89) نقطة أساس.

في حين أثرت باقي المتغيرات (معدل سعر الصرف، معدل أسعار السلع الأساسية ومؤشر مخاطر السيولة) إيجابياً في عوائد مؤشر داوجونز للصكوك خلال فترة الدراسة ولكن بقيم متفاوتة، حيث أدت زيادة نقطة أساس واحدة في مؤشر أسعار السلع الأساسية (الخام) إلى زيادة عوائد مؤشر الصكوك بمقدار (0.002) نقطة أساس وهي الأقل، في حين أدت زيادة نقطة أساس واحد في مؤشر سعر صرف الدولار إلى زيادة عوائد مؤشر داوجونز للصكوك بـ (0.09) نقطة أساس، بينما الزيادة في مؤشر مخاطر السيولة وإعادة الاستثمار بوحدة أساس واحد أدت إلى زيادة عوائد مؤشر داوجونز للصكوك بـ 8.50 نقطة أساس وهي أعلى زيادة طردية. كما تجدر الإشارة أن الثابت (C) كان معنوياً عند جميع مستويات المعنوية.

2- تحليل نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل

يتبين من خلال نتائج الجدول رقم (5-21) أعلاه و(5-23) أدناه، والذي يعبر عن مرونة تصحيح الخطأ وجود علاقة ديناميكية قصيرة الأجل بين عوائد الصكوك ممثلة بالفرق الأول للوغاريتم أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك (D(LNDJS) كمتغير تابع والمتغيرات المفسرة التي تعكس لنا مخاطر الصكوك أين يفسر النموذج المقدر 99% من التغيرات في عوائد الصكوك خلال الأجل القصير، كما أن احتمال فيشر (Prob(F-statistic)) قدر بـ (0.0000) وهو أقل من مستوى الدلالة 1% والذي يشير إلى المعنوية الكلية للنموذج المقدر، كما تؤكد الإشارة السالبة لمعامل تصحيح الخطأ $Cointeq(-1)$ البالغ (-0.4145)* وذو مستوى الدلالة جد معنوي عند 1% (Prob=0.0015)، وجود علاقة توازنية طويلة بين متغيرات الدراسة ذات دلالة إحصائية، وعليه بلغت سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل نسبة 41.45% شهرياً**، أي أنه يتم الوصول إلى وضع التوازن بعد شهرين و13 يوم الذي يشير إلى مستوى سرعة العودة إلى حالة التوازن، والتي نراها متوسطة أو مقبولة نوعاً ما، وهو بالفعل ما يتوافق مع واقع التوزيعات الدورية (الثلاثية، والسادسية)، حيث لا تستجيب التوزيعات الأرباح للأوراق المالية ذات الدخل الدوري آنياً لمحدداتها بل تكون نتيجة تراكمات تاريخية، تأخذ بعين الاعتبار في الفترات القادمة، وهو ما قد يفسر قيمة معامل التحديد الجدة عالية (99%).

وتظهر معلمات نموذج تصحيح الخطأ أن كل من (عوائد مؤشر داوجونز للصكوك للشهر الثاني والذي قبله، معدل الفائدة للشهر الحالي وقبل شهرين، معدل سعر صرف الدولار للشهر الحالي والشهرين الماضيين، معدل التضخم للشهر الماضي وللأشهر الثلاثة التي قبلها، أسعار السلع الأساسية للشهر الحالي وقبل أربعة أشهر، مخاطر الائتمان للشهر الحالي ولأربعة أشهر التي قبله، ومؤشر المخاطر الشرعية للشهر الحالي وللثلاثة أشهر الماضية) قد كانت معنوية منها ما هو عند مستوى 1%، والأخرى عند مستوى 5%، والباقي عند مستوى 10%. حيث أثرت عوائد مؤشر داوجونز للصكوك للشهر الثاني الماضي على الشهر الذي قبله بالسلب بقيمة (-1.4)، وكذلك الشهر الثالث الذي قبله بقيمة سالبة بلغت (-1.11)، كما كان لمعدل الفائدة أيضاً أثر سلبي سواءً لقيمتها الحالية أو لقيمه المبطة على عوائد مؤشر داوجونز للصكوك، ونفس الأمر بالنسبة لمعدل صرف الدولار للشهر الماضي، بينما أثر معدل التضخم للشهر الماضي بشكل إيجابي على عوائد الصكوك بـ (0.43)، وأيضاً بـ (0.28) و (0.08) لشهر الثاني والثالث السابقين على الترتيب، في حين كان لمؤشر كل من مخاطر الائتمان للشهر الحالي، ومخاطر السيولة للأربعة أشهر الماضية، والمخاطر الشرعية للشهر الحالي تأثير سلبي على عوائد مؤشر داوجونز للصكوك بينما أظهر مؤشر المخاطر الشرعية للأربعة أشهر الماضية أثراً إيجابياً على عوائد مؤشر داوجونز للصكوك.

* ضرورة أن تكون قيمة معامل $Cointeq(-1)$ محصورة بين الصفر والواحد الصحيح لعدم الوقوع في الخطأ زائف.

** بمعنى أن هناك 41.45% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في واحد الزمن وهي شهر، من أجل العودة إلى الوضع التوازني، ما يعني أن من الانحرافات والاختلالات في عوائد أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك في الشهر السابق يتم تصحيحها في الشهر الحالي.

الجدول رقم (5-23): نتائج نموذج العلاقة قصيرة الأجل

Test Equation:

Dependent Variable: D(LNDJS)

Sample: 2013M06 2017M10

Included observations: 53

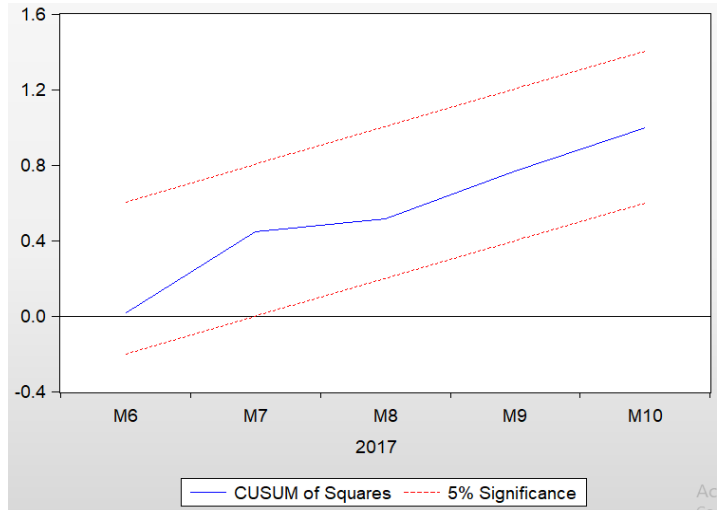
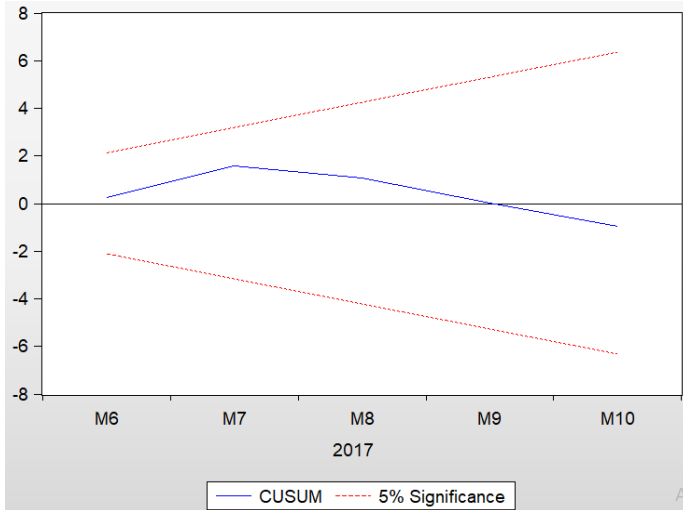
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNDJS(-1))	-0.258182	0.204977	-1.259565	0.2634
D(LNDJS(-2))	-1.300634	0.305689	-4.254758	0.0081
D(LNDJS(-3))	-1.116271	0.319643	-3.492249	0.0174
D(LNDJS(-4))	0.114538	0.210547	0.544005	0.6098
D(LNDJS(-5))	0.016326	0.013004	1.255471	0.2648
D(IRD)	-1.279407	0.251704	-5.082972	0.0038
D(IRD(-1))	-0.821756	0.278855	-2.946889	0.0320
D(IRD(-2))	-0.756525	0.255478	-2.961212	0.0315
D(IRD(-3))	-0.171800	0.150568	-1.141012	0.3056
D(IRD(-4))	-0.092545	0.158937	-0.582274	0.5856
D(DXY)	0.016955	0.005730	2.959105	0.0316
D(DXY(-1))	-0.020601	0.006699	-3.075460	0.0276
D(DXY(-2))	0.007940	0.003925	2.022776	0.0990
D(DXY(-3))	0.007381	0.004949	1.491449	0.1960
D(DXY(-4))	-0.003783	0.004240	-0.892162	0.4132
D(CPI)	0.036312	0.092702	0.391704	0.7114
D(CPI(-1))	0.430075	0.079801	5.389379	0.0030
D(CPI(-2))	0.280993	0.066603	4.218926	0.0083
D(CPI(-3))	0.082640	0.033689	2.453050	0.0577
D(CPI(-4))	0.201100	0.047986	4.190846	0.0086
D(S_P_GSCI)	0.000256	6.30E-05	4.065965	0.0097
D(S_P_GSCI(-1))	-0.000987	0.000177	-5.570697	0.0026
D(S_P_GSCI(-2))	-0.000901	0.000167	-5.396221	0.0030
D(S_P_GSCI(-3))	-0.000360	6.91E-05	-5.203567	0.0035
D(CRI)	-0.418224	0.093453	-4.475249	0.0065
D(CRI(-1))	0.096355	0.070324	1.370149	0.2290
D(CRI(-2))	0.145362	0.058192	2.497990	0.0546
D(CRI(-3))	0.224892	0.095195	2.362425	0.0646
D(CRI(-4))	0.115394	0.059498	1.939449	0.1101
D(LRI)	1.733118	0.219862	7.882752	0.0005
D(LRI(-1))	-0.506962	0.274743	-1.845227	0.1243
D(LRI(-2))	0.343272	0.219858	1.561335	0.1792
D(LRI(-3))	0.150172	0.146201	1.027155	0.3514
D(LRI(-4))	-0.422585	0.105790	-3.994570	0.0104
D(HQI)	-1.136673	0.219110	-5.187678	0.0035
D(HQI(-1))	1.035557	0.271224	3.818084	0.0124
D(HQI(-2))	0.727445	0.190255	3.823518	0.0123
D(HQI(-3))	0.692251	0.211504	3.272997	0.0221
D(HQI(-4))	0.378653	0.136236	2.779391	0.0389
R-squared	0.999965			
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

4-2-3- اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج

لتقييم استقرار العلاقة طويلة الأجل بين عوائد الصكوك ومخاطرها كمتغيرات مفسرة، وخلصت البيانات المستخدمة من أي تغييرات هيكلية، اعتمادنا على اختباري (Pesaran) هما: المجموع التراكمي للبواقي (Cumulative Sum of residuals :CUSUM) ومجموع المربعات التراكمي للبواقي (CUSUM Squared) حيث يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدره لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني لاختباري كل من (CUSUM) و(CUSUM of Squares) داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، ونرفض بذلك فرضية العدم (H_0): المعلمات غير مستقرة ونقبل الفرضية البديلة (H_1) باستقرارها خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (5-21): اختباري الاستقرار الهيكلي للنموذج الأجل



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews 9.

يتبين لنا من خلال الشكل أعلاه، أن المجموع التراكمي لاختباري (CUSUM) و(CUSUM of Squares) يقعان داخل حدود المنطقة الحرجة، أي أنه لا يوجد تغير هيكلية، فالنموذج مستقر في جملة، مما يدل على صحة النموذج المقدر. وعليه يمكن أن نستنتج من خلال نتائج تقدير العلاقة الطويلة وقصيرة الأجل وفق منهجية ARDL، أن كل مؤشرات المخاطر المستخدمة في الدراسة دالة إحصائياً، أي أن لها تأثير في المدى القصير والطويل على عوائد داوجونز للصكوك خلال فترة الدراسة، ولكن درجة التأثير كانت متفاوتة، حيث نجد أن مؤشر المخاطر الشرعية يعد من أهم المحددات المؤثرة على عوائد الصكوك وتقريباً بنفس المستوى مخاطر السيولة، تليها مخاطر معدل الفائدة ثم معدل التضخم، ثم مخاطر تقلب سعر الصرف، وأدناها تأثير مخاطر أسعار السلع الأساسية (الخام)، وفيما يلي مناقشة لنتائج الدراسة.

3-4- مناقشة وتفسير نتائج الدراسة واختبار الفرضيات الجزئية لفرضية الشق الثاني

على ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة القياسية المتعلقة بهذا الجزء (الشق الثاني من الدراسة القياسية)، وبربطها مع ما تم تناوله في الجانب النظري من الدراسة وبالمقارنة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة، سنقوم بمناقشة النتائج وتفسيرها واختبار فرضيتها من خلال نتائج النموذج القياسي المقدر.

نصت الفرضية الرابعة على أن: هناك علاقة تأثير لمخاطر الصكوك الإسلامية على مستوى تغير عوائدها، بشكل عام يمكن إثبات هذه الفرضية من خلال نتائج تقدير العلاقة الطويلة وقصيرة الأجل وفق منهجية ARDL، حيث كانت كل مؤشرات المخاطر المعتمدة في الدراسة دالة احصائياً، أي أن لها تأثير على عوائد مؤشر داوجونز للصكوك خلال فترة الدراسة. ولتفصيل أكثر دقة حول نقد الفرضية الرابعة، فسيتم مناقشتها بناءً على فرضياتها الجزئية، وعلى أساس نتائج النموذج القياسي المقدر يمكن تفسير النتائج المتوصل لها من خلال النقاط التالية:

4-3-1- تأثير مخاطر السوق على عوائد الصكوك

تمثلت مؤشرات مخاطر السوق في كل من: مؤشر أسعار الفائدة، ومؤشر سعر الصرف الدولار الأمريكي ومؤشر معدل التضخم وكذا مؤشر أسعار السلع الأساسية (الخام)، لذلك تم تضمين أربعة فرضيات جزئية تبعاً لكل مخاطر على حده.

- نصت الفرضية الرابعة للجزئية الأولى (1-4): تبعاً لواقع تسعير الصكوك فإن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وعوائد الصكوك.
 - نصت الفرضية الرابعة للجزئية الثانية (2-4): تستجيب عوائد مؤشر داوجونز للصكوك طردياً لتغيرات سعر صرف الدولار الأمريكي.
 - نصت الفرضية الرابعة للجزئية الثالثة (3-4): هناك علاقة عكسية بين مؤشر معدل التضخم وعوائد الصكوك تبعاً لواقع تطبيقها.
 - نصت الفرضية الرابعة للجزئية الرابعة (4-4): هناك علاقة ايجابية بين مؤشر أسعار السلع الأساسية وعوائد الصكوك.
- وسيتم مناقشة وتفسير النتائج واختبار فرضياتها الجزئية الأربعة وفق ما يلي:

1- مناقشة النتائج ونقد الفرضية الرابعة للجزئية الأولى

أسفرت نتائج تحليل تقدير نموذج تصحيح الخطأ حسب منهجية ARDL، عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر مخاطر معدل الفائدة وسلسلة عوائد الصكوك (مثلة في الفرق الأول للوغاريتم أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك) في الأجلين القصير والطويل، أي أن ارتفاع أسعار معدل الفائدة ليبرو لسنة أشهر يؤدي إلى انخفاض عوائد مؤشر داوجونز للصكوك، وهو ما ينعكس سلباً في هذه الحالة على تحقيق مكاسب رأسمالية، قد تؤدي الزيادة في سعر الفائدة إلى تقليل العرض بسبب التكلفة المتزايدة، مما يتسبب في انخفاض عائدات فئة تصنيف الصكوك المماثلة، وهذا ما يجعل مخاطر معدل الفائدة محدداً لعوائد الصكوك وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات السابقة: (Rahman, 2015) و (AL-Amine, 2012) و (Haral, 2010) و (Mehmood, 2010) و (Razaq, 2010) و (Cheema, 2010) و (Hashm, 2002)، بينما تتعارض النتيجة مع دراسة (Lebbe, 2015).

يمكن تفسير النتيجة المتوصل إليها من عدة زوايا، أهمها:

- تبعاً للإطار النظري للصكوك واقترب أغلب هيكلها-خاصة القائمة على الشراكة (المشاركة في الربح والخسارة)- من الأسهم، فيمكن تفسير العلاقة العكسية على منوال إسهامات النظرية الكنزية التي ترى أن هناك علاقة عكسية

بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية، باعتبار أن معدل الفائدة هو أحد مكونات سعر الخصم الذي يخفض قيمة السهم.

- أما باعتبار الصكوك تشابه عملياً في تسعيرها السندات التقليدية، فيمكن تفسير هذه النتيجة تبعاً للواقع العملي الذي أثبت طبيعة هذه العلاقة، حيث تتحرك أسعار السندات دائماً في الاتجاه المعاكس للعائد، وإن فهم هذه العلاقة العكسية يتمثل في فهم حقيقة أن سعر السند في السوق الثانوية يعكس قيمة العوائد الدورية التي يولدها من خلال الدفعات الثابتة (أو ما يعرف بالكوبون) والمتمثلة في مدفوعات الفائدة الدورية، فعندما تنخفض أسعار الفائدة السائدة، تصبح السندات المطروحة سابقاً (الأقدم) أكثر قيمة من وجهة نظر المستثمر، لأنه تم طرحها بأسعار فائدة أعلى آنذاك، وفي هذه الحالة يمكن للمستثمرين الذين يمتلكون تلك السندات (الأقدم) تداولها بعلاوة في السوق الثانوية؛ ولكن في المقابل، إذا ارتفعت أسعار الفائدة في الفترة الحالية مثلاً، تصبح السندات المطروحة من قبل أقل قيمة لأن عوائدها (كوبوناتها) منخفضة نسبياً، وبالتالي يتم تداولها بخصم سعري.

وعليه نستنتج كقاعدة عامة أن اتجاه العلاقة بين معدلات الفائدة السائدة في السوق وعوائد وأسعار جل الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بما فيها الصكوك ميلها لتحرك في اتجاه واحد ومعاكس (علاقة عكسية). بناء على ما سبق يتم قبول الفرضية الرابعة للجزئية الأولى (الفرضية 4-1).

2- مناقشة نتائج ونقد الفرضية الرابعة للجزئية الثانية

أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر مخاطر سعر صرف الدولار وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك في الأجلين، القصير مع إشارة موجبة للفترة الحالية وسالبة في فترة الإبطاء الأولى وموجبة في الأجل الطويل، ما يعني أن مؤشر مخاطر أسعار الصرف يؤثر بشكل طردي على مستوى عوائد مؤشر داوجونز للصكوك بقيم متناقصة، وعليه يمكن اعتبار مخاطر سعر صرف الدولار محددات لعوائد مؤشر داوجونز للصكوك، أي أن ارتفاع مستوى سعر صرف الدولار أمام العملات الرئيسية يؤدي إلى ارتفاع مستوى عوائد مؤشر داوجونز للصكوك، ويرجع ذلك إلى عملة إصدارات الصكوك الدولية المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك والمقومة بالدولار الأمريكي، وعليه فإن أي تغير في قيمة الدولار الأمريكي تستجيب له الأصول المالية المقومة بالدولار الأمريكي في نفس الاتجاه وهو ما يتوافق مع دراسة (Solnik and Noetzelin, 1982) التي توصلت أن التغير في معدل سعر صرف الدولار يضيف متوسط عائد يقدر بـ 15% على الاستثمارات المقومة بالدولار الأمريكي خلال الفترة (1970-1980م)، وأيضاً مع دراسة (Mueller et al, 2014)، ولكن تتعارض مع نتيجة دراسة (Lebbe, 2015). وعليه يمكن قبول الفرضية الرابعة للجزئية الثانية (الفرضية 4-2). لكن مع الإشارة أن المستثمر قد يتعرض لمخاطر أسعار الصرف بشكل سلبي، عندما يحول قيمة عوائده المقومة بالدولار الأمريكي إلى عملته المحلية أو التي يتعامل بها، وهو ما يتوافق مع كل من (Mehmood, 2010) و (Haral, 2010).

3- مناقشة نتائج ونقد الفرضية الرابعة للجزئية الثالثة

أسفرت نتائج التحليل على وجود علاقة عكسية دالة إحصائية بين مؤشر مخاطر معدل التضخم وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك مع إشارة سالبة في الأجل الطويل، وموجبة في الأجل القصير باستثناء فترة الإبطاء الثالثة (الثلاثة أشهر الماضية) التي

كانت سالبة عند مستوى معنوية 5%، مما يعني يؤثر معدل التضخم بشكل عكسي على مستوى عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك ولكن بقيم متزايدة، وعليه يمكن اعتبار مخاطر معدل التضخم محدد آخر لعوائد الصكوك، ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي: عندما يشتري مستثمر صك ذو عائد ثابت أو متغير طوال فترة احتفاظه بالصك، وعندما يرتفع المستوى العام للأسعار ويحدث التضخم، سوف تنخفض القوة الشرائية للمستثمر ويحقق بذلك معدل عائد سلبي، فإذا كان معدل عائد الصك مثلاً $(1\% + 2\% = \text{Libor } 6m)$ ، ومعدل التضخم زاد بنسبة 4% بعد شراء الصك فإن معدل العائد الفعلي يصبح (1%)، نظراً لتآكل قيمة العوائد بفعل التضخم، لذلك تُفسر نتيجة الدراسة أن جل إصدارات الصكوك لا يتم ربط عوائدها بما تحققه فعلاً أصولها الحقيقية التي تمثلها، وإنما يتم ربط العوائد بمعدل الفائدة لليبور سواء ثابتاً أو متغيراً وهي تشبه من هذا الجانب السندات التقليدية، حيث يؤدي زيادة معدل التضخم إلى زيادة أسعار الفائدة في المستقبل، لذا تنخفض قيمة أدوات أسعار الفائدة الثابتة عندما يرتفع معدل التضخم، لأن قيمة سعر الفائدة الثابت قد لا يدفع عائداً كافي للبقاء في نفس مستوى التضخم، لذلك تؤدي الزيادة في معدل التضخم إلى انخفاض في عوائد أسعار الصكوك، وعليه يتم قبول الفرضية الرابعة للجزئية الثالثة (الفرضية 3-4)، وهذا يتوافق مع دراسة (Halton, 2019) الذي أظهرت أن من أهم المخاطر التي تواجهها أدوات الدخل الثابت تتمثل في مخاطر التضخم، بيد أنها تتعارض مع النتيجة المتوصل إليها من قبل (Lebbe, 2015).

4- مناقشة نتائج ونقد الفرضية الرابعة للجزئية الرابعة

كشفت نتائج التحليل عن وجود علاقة طردية دالة إحصائياً بين مؤشر مخاطر أسعار السلع الأساسية (الطاقة، المعادن، المعادن الثمينة، وغيرها) وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك مع إشارة موجبة في الأجل الطويل، وسالبة عند مختلف فترات إبطاء الأجل القصير باستثناء الفترة الحالية التي كانت موجبة عند مستوى معنوية 1%، مما يعني أن أسعار السلع الأساسية تؤثر بشكل إيجابي على عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك بقيم متناقصة، وعليه يمكن اعتبار مؤشر مخاطر أسعار السلع أحد محددات عوائد الصكوك، أي أن ارتفاع مستوى أسعار السلع الأساسية - خاصة النفط ذو أعلى وزن ضمن المؤشر - يؤدي إلى ارتفاع عوائد مؤشر داوجونز للصكوك، ويمكن تفسير ذلك أنه ينتج عن تحسن أسعار النفط وفره في السيولة ما يؤدي بالمؤسسات المالية خاصة الإسلامية في الدول النفطية البحث عن فرص لتوظيف فائض السيولة التي أغرقت بها في استثمارات تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية في المقابل تدفع بالمستثمرين والمقترضين خاصة الأجانب الاستفادة من هذه السيولة لزيادة عوائدهم وتنويع استثماراتهم، إضافة لذلك يؤدي النمو الاقتصادي السريع بالدول النفطية المصاحب لانتعاش أسواق النفط تمويل خطط وبرامج تنموية ضخمة تتطلب المزيد من الإنفاق على البنى التحتية ومشاريع البناء والأعمار، ونظراً لأفضلية مصدري دول مجلس التعاون الخليجي في التمويل بالدولار الأمريكي كانت الصكوك خاصة المقومة بالدولار الأنسب لكل ذلك، وهي إصدارات عادة ما يتم إدراجها في مؤشر داوجونز للصكوك الدولية، ويؤدي الطلب القوي على هذه الصكوك تحسین أداء المؤشر ما ينعكس إيجابياً على عوائد أسعارها، وعليه يتم قبول الفرضية الرابعة للجزئية الرابعة (الفرضية 4-4)؛ تتفق نتيجة الدراسة مع دراسة (Metadger and Boulila, 2018) التي توصلت أن هناك علاقة سببية إيجابية بين مؤشر أسعار السلع الأساسية وعوائد الصكوك، وأيضاً دراسة (Mensi et al 2017) التي توصلت أن هناك علاقة ارتباط ديناميكية بين أسعار النفط الخام وجميع المؤشرات الإسلامية، وأيضاً دراسة (Shahrazad el al, 2018) التي خلصت أنه يوجد ارتباط منخفض متغيرة مع الزمن بين أسواق النفط وأسواق الأسهم

الإسلامية؛ بينما تتعارض مع دراسة (Naifar, 2018) التي أظهرت أن هناك علاقة سلبية بين الصكوك الخليجية وأسعار السلع الأساسية. ويمكن إرجاع ذلك أن الصكوك تعد من أهم الأدوات التمويلية التي تلجأ إليها حكومات دول الخليج لتمويل نفقاتها الكبيرة والعجز في موازنتها عند تراجع أسعار النفط خاصة خلال الفترة الراهنة، وهو ما أشارت عليه دراستنا الإحصائية.

من خلال ما سبق، نستخلص أن مؤشرات مخاطر السوق المختارة هي مؤشرات اقتصادية كلية تعكس لنا في نفس الوقت المخاطر النظامية لسوق الصكوك حيث كان مؤشر مخاطر أسعار الفائدة لسته أشهر الأكثر تأثيراً وبشكل سلبي على عوائد الصكوك الدولية، والذي أرجعناها إلى مبدأ تسعير الصكوك القائم على معدل الفائدة ليبور، بينما أدنى تأثير سجلها مؤشر مخاطر أسعار السلع الأساسية ذو التأثير الإيجابي الضعيف.

وما تبقى لنا من مؤشرات مخاطر لمناقشتها وتفسير نتائجها واختبار فرضياتها الجزئية يتعلق بمؤشرات المخاطر الخاصة (غير نظامية) بسوق الصكوك، وفيما يلي تفصيل حول ذلك:

4-3-2 - تأثير مخاطر الائتمان على عوائد الصكوك

تم قياس مخاطر الائتمان بمؤشر وحيد تمثل في مؤشر داوجونز للصكوك ذات التصنيف الائتماني -BBB- (Dow Jones Sukuk BBB Index)، لذلك تم طرح الفرضية الرابعة للجزئية الخامسة: هناك علاقة سلبية بين مؤشر مخاطر الائتمان وعوائد الصكوك.

✓ مناقشة النتائج ونقد الفرضية الرابعة للجزئية الخامسة: أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر مخاطر الائتمان وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك في الأجلين القصير والطويل، أي وجود لغز مخاطر الائتمان (Credit Risk-Return Puzzle) بعائد سوق الصكوك كما هو الحال في سوق السندات التقليدية، ما يعني أن مؤشر مخاطر الائتمان يظهر علاقة تأثير سلبية على عوائد الصكوك، ويشير ذلك إلى انخفاض درجة مخاطر الائتمان، وقدرة السداد (الدفع) العالية لمصدري الصكوك الدولية المدرجة في مؤشر داوجونز للصكوك، والذي يعكس في نفس الوقت سياسة المؤشر المنتهجة في إدراج الصكوك ذات الجودة الاستثمارية العالية، وعليه يمكن اعتبار مخاطر الائتمان محددًا لعوائد الصكوك الدولية. تبعا لواقع التصنيف الائتماني للصكوك تتفق نتيجة الدراسة مع العديد من الدراسات والأبحاث التي اختبرت لغز (عائد/ مخاطر الائتمان - Credit Risk/Return Puzzle-) في أسواق الأوراق المالية التقليدية، وأثبتت أن هناك علاقة عكسية بين مخاطر الائتمان والعوائد، والتي تشير أن الشركات ذات التصنيف العالي - ذات المخاطر الائتمانية المنخفضة عادة ما تحقق عوائد أعلى من الشركات ذات التصنيف الائتماني المنخفض - ذات المخاطر الائتمانية العالية-، منها دراسة (Avramova et al, 2009)، دراسة (Bheenick & Brooks, 2015) ودراسة (Singagerda et al, 2017)؛ وعليه يتم قبول الفرضية الرابعة للجزئية الخامسة (الفرضية 4-5)؛ لكن تتعارض نتيجة الدراسة مع دراسة (Lebbe. 2015)،

رغم تمتع الصكوك الدولية بمخاطر ائتمانية منخفضة حسب نتائج الدراسة، إلا أنه لا بد من إعادة التذكير أن واقع التصنيف الائتماني للصكوك الذي يظهر القدرة الائتمانية للمصدر، لا يعكس المخاطر الشرعية ومختلف المخاطر التي تختص بها هياكل الصكوك من حيث أنواع المخاطر وأوزانها ضمن كل نوع، نظراً لقيام وكالات التصنيف الائتماني في تصنيفها للصكوك على نفس نهج تصنيف السندات التقليدية، وهو ما يتطلب تفعيل وكالات تصنيف إسلامية تجمع بين التصنيف الائتماني والتصنيف الشرعي للصكوك باعتبارها استثماراً في حقوق ملكية وليس ديناً في ذمة مصدرها.

4-3-3- تأثير مخاطر السيولة على عوائد الصكوك

تمثل مؤشر مخاطر السيولة في مؤشر داوجونز للصكوك لإعادة الاستثمار (Dow Jones Sukuk Reinvestment Index) والذي يقيس مستوى السيولة وإعادة الاستثمار في سوق الصكوك، حيث تم طرح الفرضية الرابعة للجزئية السادسة التالية: هناك علاقة عكسية بين مؤشر مخاطر السيولة وعوائد الصكوك تبعاً لواقع تداولها.

✓ مناقشة نتائج ونقد الفرضية الرابعة للجزئية السادسة: كشف نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر مخاطر السيولة وإعادة الاستثمار وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك في كلا الأجلين، ذات إشارة موجبة في الأجل الطويل، أما في الأجل القصير فكانت سالبة في فترة الإبطاء الأولى والرابعة عند مستوى الدلالة 5 %، أي أن مؤشر مخاطر السيولة يؤثر بشكل إيجابي على عوائد مؤشر داوجونز للصكوك بقيم متناقصة، مما يعني أن هناك علاقة تبادلية بين عوائد الصكوك الدولية ومخاطر السيولة، وتعويض حملتها (المستثمرين) بعلاوة سيولة، وهذا ما يتفق مع دراسة (Jong And , 2006)؛ وعليه يمكن اعتبار مخاطر السيولة إحدى محددات عوائد الصكوك، أي أن ارتفاع مستوى أداء مؤشر مخاطر السيولة يؤدي إلى ارتفاع أسعار مؤشر داوجونز للصكوك ومنه تحقيق عوائد في شكل أرباح رأسمالية. وبما أن مؤشر مخاطر السيولة أظهر نمو موجب خلال فترة الدراسة، كما أن له علاقة طردية مع عوائد مؤشر داوجونز للصكوك، فهذا يشير إلى سيولة سوق الصكوك الدولية وتدني مخاطر السيولة به، والذي قد يرجع إلى ارتفاع متوسط التداول الشهري لسوق الصكوك الدولية، وهذه النتيجة تؤكد ما جاء في تقرير (Leung, 2014) الذي أشار أن إصدارات صكوك خلال السنوات الأخيرة تميزت بسيولة أكبر مقارنة عما كانت عليه الإصدارات السابقة، إضافة إلى سيطرتها على إجمالي حجم السوق، ما أدى إلى تحقيقها أرباحاً رأسمالية أكبر؛ كما تتفق أيضاً مع دراسة (Lebbe, 2015) وفي جزء مع دراسة (Hanafi et al , 2018)، وهذه النتيجة تلغي الفكرة الشائعة عن عدم سيولة سوق الصكوك، وعليه يتم رفض الفرضية الرابعة للجزئية السادسة (الفرضية 4-6).

4-3-4- تأثير مخاطر التشغيل على عوائد الصكوك

تتعدد مخاطر التشغيل التي تتعرض إليها صناعة الصكوك منها ما يدخل ضمن المخاطر النظامية، والبعض الآخر ضمن المخاطر غير نظامية (الخاصة)، إلا أن اختيارنا وقع على المخاطر الشرعية (مخاطر عدم التوافق الشرعي أو الجودة الشرعية) التي نراها من أهم المخاطر التي تختص بها صناعة الصكوك. في هذا الإطار تم اختيار مؤشر داوجونز للصكوك ذات الجودة الشرعية العالية الذي يقيس أداء أفضل إصدارات الصكوك أداء وذات جودة شرعية عالية -لا تتعرض لإشكال المخالفات أو الخلافات الشرعية لدى مختلف الهيئات الشرعية العالمية والمحلية-، لذلك تم طرح الفرضية الرابعة للجزئية السابعة التي تنص: تبعاً لخصائص الصكوك هناك علاقة إيجابية بين مؤشر المخاطر الشرعية وعوائد الصكوك.

✓ مناقشة النتائج ونقد الفرضية الرابعة للجزئية السابعة: كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر المخاطر الشرعية وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك في الأجلين، ذو إشارة سالبة في الأجل الطويل، وموجبة عند فترة الإبطاء الأولى والرابعة عند مستوى دلالة 10% و5% على الترتيب في الأجل القصير، إذ يمكن القول أن أداء مؤشر المخاطر الشرعية مؤثر بشكل سلبي على عوائد الصكوك الدولية بقيم متزايدة، لذلك يمكن اعتبار مؤشر المخاطر الشرعية (أو الجودة

الشرعية) أحد محددات عوائد الصكوك، أي أن ارتفاع مستوى أداء مؤشر المخاطر الشرعية يؤدي إلى تراجع عوائد إصدارات الصكوك الدولية، يمكن تفسير النتيجة المتوصل إليها من عدة زوايا، نركز على أهمها:

يتضمن مؤشر داوجونز للصكوك ذات الجودة الشرعية العالية - باعتباره مؤشر للمخاطر الشرعية- إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول والتي لا تواجه مشكلة الاختلافات والخلافات الشرعية الناتجة عن تضارب الفتاوى والاجتهادات الفقهية في المالية الإسلامية، غير أن مؤشر داوجونز للصكوك الدولية- باعتبار عوائده أسعاره المتغير التابع- يشترط لإدراج الصكوك الدولية أن تكون ذات تصنيف ائتماني من وكالات تصنيف عالمية، وهذه الأخيرة لا تأخذ بعين الاعتبار مبدأ شرعية الصك من عدمه، ولكن تشترط ضمن معايير تصنيفها أن تكون الصكوك قائمة على الأصول والتي يكون فيها حملة الصكوك حق الرجوع الكامل على المنشئ أو المصدر وليس على الأصول - كما هو الحال بالنسبة للصكوك المدعومة بالأصول-، ويطبق عليها تقريباً نفس إجراءات التصنيف الائتماني للسندات التقليدية-، لذلك نجد أن جل هياكل الإصدارات التي يتضمنها مؤشر داوجونز للصكوك هي صكوك قائمة على صيغ الإجارة أو المداينات أو المشاركات المركبة بإحدى صيغ المداينات لكي يضمن من تصنيفها ائتمانياً؛ وبعد الأزمة المالية العالمية 2008م، الأزمة الشرعية وأزمة الإخفاقات (2008-2009م)، أصبح المستثمر عملياً يمكنه التمييز بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول، وتعتبر الصكوك المدعومة بالأصول أكثر أماناً من وجهة نظر المستثمرين بشكل عام، وأكثر ثقة شرعية من وجهة نظر المستثمرين المسلمين¹، ما يدفع إلى ارتفاع الطلب على الصكوك ذات الجودة الشرعية العالية من قبل المستثمرين المسلمين وغيرهم مع قلة المعروض منها ما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها وتحقيق أرباح رأسمالية أكبر مقارنة مع الطلب والمعروض من إصدارات الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي خلال نفس الفترة، بعبارة أخرى يؤدي زيادة الطلب على الصكوك ذات الجودة الشرعية العالية إلى انخفاض الطلب على الصكوك الدولية المقومة بالدولار الأمريكي خلال نفس الفترة، وهو ما يفسر العلاقة السلبية بين مؤشر الجودة الشرعية وعوائد الصكوك الدولية؛ تتوافق نتيجة الدراسة مع رأي (Evants, 2007) وما جاء في دراسة (Lal Al-Din and Mikael, 2015)؛ بينما تتعارض النتيجة المتوصل إليها مع دراسة (Lebbe, 2015) الذي أظهر أن هناك علاقة إيجابية بين مؤشر الجودة الشرعية وعوائد مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2005-2012). وعليه يتم رفض الفرضية الرابعة للجزئية السابعة (الفرضية 4-7)، وفقاً لتقدير العلاقة في المدى الطويل.

4-4- نتائج اختبار فرضيات الشق الثاني

من خلال النتائج المتوصل إليها في هذا الجزء من الدراسة القياسية باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء (ARDL)، بغية تحديد أثر مؤشرات المخاطر على عوائد الصكوك الممثلة بالفرق الأول للوغاريتم أسعار إغلاق مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2012-2017م)، وبعد مناقشة وتفسير النتائج حسب النظرية الاقتصادية والمالية ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة؛ قمنا بتلخيص نتائج اختبار الفرضيات المتعلقة بالشق الثاني من الدراسة القياسية، الموضحة وفق الجدول رقم (5-24) أدناه

¹ أظهرت نتائج دراسة قامت بها شركة زاوية تمسون رويترز (Thomson Reuters Zawya) في عام 2013 أن 79% من المستثمرين يفضلون الاستثمار في الصكوك المدعومة بالأصول والباقي يفضلون الصكوك القائمة على الأصول. وأظهرت دراسة أخرى قامت بها شركة تومسون رويترز (Thomson Reuters) في عام 2016 أن هناك طلب عالي جداً من قبل المستثمرين التقليديين على الصكوك المدعومة بالأصول باعتبارها أكثر أماناً وارتباطاً بأصول حقيقية، أنظر: Thomson Reuters, [Thomson Reuters, Thomson Reuters Zawya sukuk](https://www.zawya.com/ifg-publications_perceptions_and_forecast_study), Islamic Finance Gateway 2013. Retrieved on January 10, 2014 from https://www.zawya.com/ifg-publications_perceptions_and_forecast_study, And Thomson Reuters, Op-Cit, p42

الجدول رقم (5-24): ملخص نتائج اختبار فرضيات الشق الثاني

القرار	نتائج النموذج المقدر*	الأثر المتوقع	الرمز	المتغيرات المستقلة
قبول	-	-	IRD	مخاطر أسعار الفائدة
قبول	+	+	DXY	مخاطر سعر الصرف
قبول	-	-	CPI	مخاطر التضخم
قبول	+	+	S&P GSCI	مخاطر أسعار السلع الأساسية
قبول	-	-	CRI	مخاطر الائتمان
رفض	+	-	LRI	مخاطر السيولة
رفض	-	+	HQI	مخاطر شرعية

* كل النتائج كانت ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1 % في الأجل الطويل

المصدر: اعداد الباحثة، اعتماد على نتائج الدراسة القياسية

ويمكن تلخيص نتائج الدراسة القياسية لمحددات عوائد مؤشر داوجونز للصكوك من حيث مبدأ العائد والمخاطرة.

أن كل من مخاطر السوق، الائتمان والسيولة والتشغيل تبعاً لمؤشرات قياسها لها تأثير على عوائد الصكوك الدولية خلال فترة الدراسة؛ أما بالتركيز على قوة (حجم) التأثير، نجد أن المخاطر الشرعية ومخاطر السيولة لها أكبر تأثير على مستوى تقلب عوائد مؤشر داوجونز للصكوك، تليها بدرجة أقل مخاطر معدل الفائدة والائتمان ثم مخاطر معدل التضخم تأتي بعدها مخاطر سعر الصرف تليها بأقل درجة تأثير مخاطر أسعار السلع الأساسية؛

رغم أن الصكوك أداة تمويلية قائمة على مبدأ المشاركة وتقاسم الأرباح والخسائر وأكثر ارتباطاً بالاقتصاد الحقيقي، جاءت كبديل للسندات التقليدية القائمة على الفائدة، إلا أن واقعها مختلف تماماً بسبب الاعتماد الكبير على عقود المدائبات في هيكلتها، وعلى محاكاة نظيرتها التقليدية من حيث التسعير، التقييم والتصنيف الائتماني، نتيجة لذلك تتأثر عوائد الصكوك بنفس الشكل لمخاطر سعر الفائدة والتضخم والائتمان التي تتعرض لها السندات التقليدية. وعليه نجد أن عوائد الصكوك تواجه مخاطر مماثلة نسبياً لتلك التي تواجهها نظيراتها التقليدية، وبالنظر للخصائص المميزة للصكوك المنبثقة عن تعاليم الشريعة، يجعلها تواجه مخاطر أخرى إضافية بسبب متطلبات التوافق مع الشريعة (المخاطر الشرعية)، وعليه يتم قبول الفرضية الثانية، أي أن واقع هيكل سوق الصكوك تبعاً لهيكل الإصدار له تأثير على محددات عوائد الصكوك من حيث المخاطر التي تتعرض لها، نظراً لواقع الصكوك في الاعتماد على معدلات الفائدة في تحديد عوائدها مع الإفراط وهيمنة صيغ الدين في هيكلتها من خلال العقود المبنية على البيوع أو الإجارة، ومحدودية الاعتماد على نماذج المشاركة وتقاسم الأرباح في صناعة الصكوك.

خلاصة الفصل

بناء على الطريقة المعتمدة في تقسيم الدراسة القياسية المقارنة إلى شقين، يتمثل الشق الأول في تقييم سوق الصكوك على المستوى الكلي من حيث مبدأ المبادلة بين العائد والمخاطرة، ممثلاً بمؤشر داوجونز للصكوك ومقارنته مع مؤشر ستاندارد آند بورز 500 لأسهم الشركات الأمريكية، وكذا مؤشر ستاندارد آند بورز 500 لسندات الشركات الأمريكية؛ أما الثاني فتعلق بدراسة سوق الصكوك على المستوى الجزئي من حيث مدى تأثير محددات عائد الصكوك للمخاطر التي تتعرض لها. توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها بالشكل التالي:

أسفرت نتائج الدراسة القياسية المقارنة للشق الأول على أن مؤشر الصكوك ذو متوسط عائد أدنى مقارنة بمؤشري أسهم وسندات الشركات الأمريكية؛ وذو مخاطر كلية أعلى مقارنة بمؤشر سندات الشركات الأمريكية وأدنى مقارنة مع مؤشر أسهم الشركات الأمريكية خلال فترة الدراسة؛ المخاطرة في المدى الطويل هي الأعلى بالنسبة للصكوك مقارنة بسندات الشركات الأمريكية والأدنى مقارنة مع أسهم الشركات الأمريكية؛ علاوة المخاطرة موجبة، أي وجود علاقة تبادلية بين عوائد ومخاطر الصكوك، الأسهم والسندات التقليدية، لكن ذات قيمة وسطية للصكوك، ذات أعلى كفاءة تسعير من الأسهم وأدنى من السندات ذات أفضل كفاءة تسعير للمخاطر خلال فترة الدراسة، كما توصلنا من خلال نتائج الدراسة إلى أن الصكوك أقرب وأكثر ارتباطاً بسوق السندات التقليدية مقارنة بسوق الأسهم؛ كما يعد الاستثمار في سوق الصكوك الدولية أفضل من حيث مقارنته بسوق أسهم وسندات الشركات الأمريكية اللذان امتازا باستمرارية التذبذب على المدى البعيد، كما سجلنا أعلى مستوى تذبذب مقارنة مع مؤشر الصكوك محل الدراسة الذي كان الأقل حدة نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م .

أما بالنسبة لنتائج الدراسة القياسية المتعلقة بالشق الثاني، يعد التوافق الشرعي (المخاطر الشرعية) مخطر إضافي تتعرض له الصكوك مقارنة بالأداتين محل الدراسة (الأسهم والسندات) والأكثر تأثيراً على عوائدها مع مخاطر السيولة خلال فترة الدراسة، كما تتأثر بنفس الشكل لمخاطر سعر الفائدة والتضخم والائتمان التي تتعرض لها السندات التقليدية، وتتأثر أيضاً بمخاطر سعر الصرف ومخاطر أسعار السلع الأساسية، لكن بدرجة أقل مقارنة مع المخاطر سابقة الذكر، وأن واقع هيكل سوق الصكوك تبعاً لهيكل الإصدار له تأثير على طبيعة المخاطر التي تواجهها الصكوك

بناء على النتائج المتوصل إليها، يمكن الاستنتاج: رغم أن الصكوك جاءت كبديل عن السندات التقليدية، لكن واقعها العملي يشير إلى ميلها بشكل عام إلى تقليد ومحاكاة نظيرتها التقليدية من حيث: التسعير والعائد الثابت، التقييم، التصنيف الائتماني، والإفراط في الاعتماد على عقود المدائيات في هيكلتها، ما أدى إلى تحمل الصكوك مخاطر أخرى إضافية مقارنة مع نظيرتها التقليدية، حيث أصبح استخدام هياكل المشاركة وتقاسم الأرباح والخسائر في سوق الصكوك محدوداً جداً، حتى تلقى الصكوك القبول العام في ظل ما فرضته تبعات العولمة المالية وغياب معيار مرجعي مستقل غير ربوي في المالية الإسلامية لتقييم كفاءتها وقياس أدائها وتسعير منتجاتها، ومن بين الأسباب الأخرى الكامنة وراء التفاوت بين الإطار النظري للصكوك وتطبيقها، انعدام الثقة، وضعف مؤسسات قطاع التمويل الإسلامي، إلى جانب الحماية الضعيفة لحقوق الملكية وحقوق المستثمرين وضعف قابلية العقود للتنفيذ، انعكست هذه الظروف والأسباب سلباً على مستوى كفاءة تسعير واستيعاب الصكوك لمخاطرها الإضافية التي لا يمكن للنموذج القائم على الفائدة احتوائها.

لذلك لا بد من الإشارة إلى أن الصكوك ليست كأدوات دين حتى يتم تطبيق نفس صيغة تسعير السندات لتسعيرها، بل جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية القائمة على مفهوم الفائدة الربوية، بتحقيقها عوائد ناتجة عن أداء أصول استثمارية تدعم إصداراتها وقائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، كما أن ليس كل هياكلها قائمة على صيغ المدائيات (المراجعة/ السلم/ الاستصناع وغيرها) -الهياكل التي تقاطع فيها الصكوك مع السندات التقليدية-. ففي صكوك الإجارة على سبيل المثال، حملة الصكوك هم ملاك الأصول، هذا يولد مخاطر إضافية يجب أخذها في الحسبان عند تسعير الصكوك، كما تختلف الصكوك المبنية على الشراكة، في أن العائد المتوقع من وجهة نظر الشريعة ليس مضموناً، وهذا ما يستلزم تعديل طريقة التسعير لأخذ هذه المخاطر الإضافية بعين الاعتبار، وبشكل أكثر شمولاً لإخراج الصناعة من مأزق تقليد المنتجات التقليدية.

الخاتمة

عالج هذا البحث علاقة العائد بمخاطر الصكوك الإسلامية على المستوى الكلي والجزئي، من خلال اختبار العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة (Risk/Return Trade-Off) للصكوك الإسلامية ومدى اختلافها عن سوق الأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات تقليدية خلال الفترة (2008-2017م)، ولتحليل أعمق تم البحث في أثر المخاطر المحددة لتغير عوائد الصكوك خلال الفترة (2012-2017م)، ولقد قمنا بمعالجة هذه الإشكالية ضمن خمسة فصول، الفصول الثلاثة الأولى تعتبر بمثابة الخلفية النظرية أما الفصلين الرابع والخامس فكانت الجوانب التطبيقي، وذلك باستخدام المنهج الوصفي وأدوات القياس الاقتصادي والاحصائي، لاختبار الفرضيات التي تم التطرق لها في مستهل الدراسة، ومنه الإجابة على الإشكالية المطروحة، وبعد الدراسة الوصفية التحليلية والدراسة الإحصائية والقياسية يمكن عرض نتائج الدراسة، توصيات وآفاق البحث في النقاط الموالية:

1- نتائج الدراسة

أسفرت هذه الدراسة عن مجموعة من النتائج، والتي مكنتنا من نفي أو إثبات صحة الفرضيات الموضوعية، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

- نصت الفرضية الأولى على أنه "يوجد تأصيل شرعي يؤطر صناعة الصكوك الإسلامية ويميزها عن الأوراق المالية الأخرى، لكن واقع تطبيقها يختلف عن ذلك"، وبعد عرض الإطار النظري للدراسة، تم التوصل:

نظريا، تتموقع الصكوك الإسلامية في نقطة بين الأسهم والسندات التقليدية، وفق خصائص تميزها عنها وغير مرتبطة بها لاسيما بالنسبة لنظيرتها التقليدية، الناتجة عن التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، لكن من حيث تطبيقها نجد أن قوة جذب السندات التقليدية لها أقوى عمليا من قوة جذب أدوات المشاركة - الأسهم-، ودون إنكار أهمية المتطلبات الشرعية، فإن اعتبارات العولمة المالية بشكل عام، والمعاملات التجارية والسوق، إضافة إلى الإطار القانوني والجبائي والبيئة الاستثمارية للبلد الذي تصدر فيه الصكوك كان لها التأثير على اتجاه مسارها لتصبح أقرب إلى أدوات الدين من المشاركة؛ وقد أدى انحراف الممارسة الفعلية للصكوك عن إطارها النظري إلى مواجهة الصكوك تحديات وإشكالات كبيرة قد تحم من كفاءتها الاقتصادية وتعيق تطورها ونموها في المستقبل، إن لم تتخذ التدابير اللازمة. وبالتالي يتم قبول صحة الفرضية الأولى.

- نصت الفرضية الثانية على أنه "ينعكس واقع تركيبة سوق الصكوك الإسلامية على طبيعة المخاطر التي تواجهها الصكوك"، من خلال الدراسة الإحصائية، والنتائج المتوصل إليها في الشق الثاني من الدراسة القياسية، وجدنا أنه:

على الرغم من تركيز النظام المالي الإسلامي في صورته المثالية على الأدوات المبنية على المشاركة وتقاسم المخاطر، إلا أن واقع تركيبة سوق الصكوك من حيث نوع هيكل الإصدار خلال فترة الدراسة تشير إلى سيطرة هيكل الصكوك المبنية على أساس عقود المدائيات (البيع) والإجارة، وهي من المنتجات التمويلية الإسلامية القريبة جدا ويسهل معها تقليد (محاكاة) أدوات الدين التقليدية من حيث درجة اليقين في الحصول على العائد واسترداد رأس المال، لذا فإن هيكل الصكوك القائمة على البيع أو الإجارة قد لا تعكس الفروق الجوهرية بينها وبين السندات التقليدية مقارنة مع الصكوك المبنية على الشراكة (المشاركة)، والمضاربة، والوكالة وغيرها) أين سيكون فيها التحدي الأساسي هو التوافق مع كل من متطلبات الشريعة وطبيعة الدخل الثابت لأدوات الدين. وعليه، وفي ظل أن صناعة التمويل الإسلامي تعمل في إطار النظام الربوي التقليدي وقواعده، والنظر إلى صناعة التمويل

الإسلامي كمجموعة فرعية من النظام المالي التقليدي، نتيجة لذلك، فإن المخاطر التي تواجهها صناعة الصكوك تتشابه مع تلك التي تواجهها أدوات الدين التقليدية، إضافة إلى ذلك تواجه صناعة الصكوك الإسلامية مخاطر أكبر من نظيرتها التقليدية بسبب متطلبات التوافق مع الشريعة، وبالتالي يجب عليها أن تتعامل مع المخاطر الموروثة عن البيئة المالية التقليدية، وأن تضمن في الوقت نفسه توافق عملياتها مع أحكام الشريعة، وتحقيقها لمقاصد الشريعة. وهذا يثبت صحة الفرضية الثانية.

– نصت الفرضية الثالثة على أنه "يقابل تحمل الصكوك الإسلامية لمخاطر إضافية تعويض مستثمريها بعلاوة مخاطرة أكبر مقارنة بالأوراق المالية التقليدية تبعا لنظرية المحفظة الاستثمارية"، من خلال نتائج الشق الأول من الدراسة القياسية يمكن إثبات عدم صحة هذه الفرضية نسبيا، ولتوضيح أكثر سيتم مقارنة سوق الصكوك مع كل من سوق الأسهم والسندات التقليدية عينة الدراسة كلا على حدة، حيث سيتم الاعتماد على أهم النتائج التي تساعدنا في اختبار هذه الفرضية، وفق ما يلي:

❖ مقارنة سوق الصكوك مع سوق السندات التقليدية محل الدراسة:

◀ سجلت سوق الصكوك أدنى متوسط عائد مقارنة مع سندات الشركات الأمريكية؛ أما بالنسبة للمخاطر الكلية والمعبر عنها بالانحراف المعياري، تشير النتائج إلى أن عوائد سوق الصكوك ذات مخاطر كلية أعلى مقارنة بنظيرتها السندات التقليدية، وهذا ما يعكس بالفعل المخاطر الإضافية التي يتعرض لها التمويل الإسلامي بشكل عام والصكوك بشكل خاص مقارنة مع السندات التقليدية، وهذا ما قد يعزز من صحة الفرضية الثانية؛

◀ هناك درجة من التماثل من حيث وجود علاقة تبادلية بين العائد والمخاطرة في سوقي الصكوك وسندات الشركات الأمريكية محل الدراسة، حيث استطاعا توليد أثر لعلاوة المخاطرة، والتي تعكس أن زيادة مخاطر الصكوك وسندات الشركات الأمريكية يؤدي إلى زيادة متوسط العائد بـ ١٠٪، أي إيجابية وكفاءة تسعير الأدوات للمخاطر التي تتعرض لهما بتعويض مستثمريها بعلاوة مخاطرة خلال فترة الدراسة؛

◀ دلت النتائج على أن المخاطرة في المدى الطويل هي الأعلى بالنسبة للصكوك مقارنة بسندات الشركات الأمريكية ذات أدنى قيمة خلال فترة الدراسة؛

◀ سجلت الصكوك أدنى مستوى تذبذب (تقلب) في عوائدها مقارنة بمستوى تذبذب عوائد السندات التقليدية، مما يشير إلى أن سوق السندات الأمريكية ذو كفاءة تسعير لمخاطره أعلى من سوق الصكوك محل الدراسة؛

وعليه، وبناء على هذه النتائج يتم رفض صحة الفرضية الثالثة من حيث مقارنة سوق الصكوك مع سوق السندات التقليدية محل الدراسة.

❖ مقارنة سوق الصكوك مع سوق الأسهم محل الدراسة:

◀ أظهر سوق الصكوك أيضا أدنى متوسط عائد مقارنة مع أسهم الشركات الأمريكية خلال فترة الدراسة؛ أما بالنسبة للمخاطر الكلية والمعبر عنها بالانحراف المعياري، تشير النتائج إلى أن عوائد الصكوك كانت ذات مخاطر كلية أدنى مقارنة مع سوق أسهم الشركات الأمريكية خلال فترة الدراسة؛

◀ استطاع كل من سوق الصكوك، وأسهم الشركات الأمريكية تعويض مستثمريهم بعلاوة مخاطرة، ما يدل على إيجابية وكفاءة تسعير الأدوات للمخاطر التي تتعرض لهما خلال فترة الدراسة؛ لكن تعد الصكوك أعلى تقلبا في مستوى عوائدها

و ذات كفاءة تسعير أعلى لمخاطرها مقارنة مع سوق أسهم الشركات الأمريكية الأقل تقلبا وذو كفاءة تسعير الأدنى للمخاطر خلال فترة الدراسة.

◀ خلصت النتائج أن قيمة المخاطرة في المدى الطويل بلغت أقصاها على مستوى سوق الأسهم الشركات الأمريكية خلال فترة الدراسة، وهي الأعلى مقارنة بسوق الصكوك وأيضا سوق السندات الشركات الأمريكية. وعليه، وبناء على نتائج مقارنة سوق الصكوك مع سوق الأسهم الشركات الأمريكية محل الدراسة يتم قبول صحة الفرضية الثالثة.

إضافة إلى ما سبق، ومن خلال نتائج هذا الجزء من الدراسة القياسية فقد تم التوصل أيضا إلى أهم ما يلي:

◀ يأخذ المستثمرون في سوق الصكوك بعين الاعتبار الأخبار والمعلومات الحالية والجديدة أكثر من المعلومات والأخبار التاريخية، كما هو الحال في سوق أسهم الشركات الأمريكية وسوق سنداها؛
 ◀ لم يكن سوق الصكوك في مأمن تام عن الأزمة المالية العالمية 2008م، فقد تضرر ولكن بدرجة أقل مقارنة مع أسهم وسندات الشركات الأمريكية عينة الدراسة، نتيجة عدة عوامل من أهمها أن صناعة التمويل الإسلامي ككل تعمل في إطار النظام المالي التقليدي وقواعده؛
 ◀ يعد سوق الصكوك محل الدراسة أقرب وأكثر ارتباطا بسوق السندات الشركات الأمريكية مقارنة بسوق أسهمها، وهو ما يعزز أيضا من صحة الفرضية الثانية؛

بناء على نتائج اختبار الفرضية الثالثة، يمكن الاستنتاج أنه يعد الاستثمار في سوق الصكوك مناسبا لفئة المستثمرين متجنبي المخاطرة مقارنة بالاستثمار في سوق أسهم أو سندات الشركات الأمريكية - ذات أعلى كفاءة تسعير - اللذان امتازا باستمرارية صدمات التذبذب على المدى البعيد (ديمومة المخاطرة)، وسجلا أيضا أعلى مستوى مخاطر كلية مقارنة مع سوق الصكوك الذي كان أقل حدة سواء من حيث تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008م، أو من حيث عدم استمرارية الصدمات في تقلبات عوائدها خلال فترة الدراسة.

- نصت الفرضية الرابعة على أن "هناك علاقة تأثير لمخاطر الصكوك الإسلامية على مستوى تغير عوائدها"، وقد توصلت نتائج الشق الثاني من الدراسة القياسية إلى ما يلي:

◀ تم حصر المحددات المتمثلة في المخاطر المؤثرة على عوائد الصكوك في كل من مخاطر السوق المعبر عنها بـ: مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر معدل التضخم إضافة إلى مخاطر أسعار السلع الأساسية؛ ومخاطر الائتمان؛ ومخاطر السيولة؛ ومخاطر التشغيل ممثلة بالمخاطر الشرعية؛
 ◀ وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين هاته المخاطر المحددة لتغير عوائد الصكوك ممثلة في عوائد أسعار مؤشر داوجونز للصكوك خلال الفترة (2012-2017م)، حيث بلغ معامل إبطاء حد تصحيح الخطأ عند مستوى معنوية 1% ما نسبته 41.45% شهرياً بمعنى أنه يتم الوصول إلى وضع التوازن بعد شهرين و 13 يوم، وعليه نرى أن سرعة العودة إلى

حالة التوازن كانت مقبولة نوعاً ما، ويتوافق مع واقع التوزيعات الدورية في أسواق الأوراق المالية، حيث لا تستجيب توزيعات الأرباح للأوراق المالية ذات العوائد الدورية آنياً لمحدداتها بل تكون في الفترات القادمة.

وهذا يثبت صحة الفرضية الرابعة؛ ولتفصيل أكثر دقة حول اختبار هذه الفرضية، فقد تم تقسيمها إلى فرضيات جزئية تبعا لكل مخطر على حدة؛ وقد تم التوصل من خلال نتائج اختبار هذه الفرضيات الجزئية إلى ما يلي:

◀ تعد كل من مخاطر السوق، الائتمان والسيولة والتشغيل تبعا لمؤشرات قياسها لها تأثير على عوائد الصكوك خلال فترة الدراسة؛

◀ وبالتركيز على طبيعة هذا التأثير، نجد أن:

- هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر معدل الفائدة وعوائد الصكوك؛
- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر سعر صرف الدولار الأمريكي وعوائد الصكوك؛
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر معدل التضخم وعوائد الصكوك؛
- توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر أسعار السلع الأساسية وعوائد الصكوك؛
- هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الائتمان وعوائد الصكوك؛
- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مخاطر السيولة وعوائد الصكوك؛
- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المخاطر الشرعية وعوائد الصكوك.

◀ أما من حيث قوة (حجم) التأثير، نجد أن المخاطر الشرعية (التوافق الشرعي) مخطر إضافي تتعرض له الصكوك مقارنة بالآداتين محل الدراسة (الأسهم والسندات) والأكثر تأثيراً على عوائدها مع مخاطر السيولة خلال فترة الدراسة، كما تتأثر بنفس الشكل لمخاطر سعر الفائدة والتضخم والائتمان التي تتعرض لها السندات التقليدية، وتتأثر أيضاً بمخاطر سعر الصرف ومخاطر أسعار السلع الأساسية، لكن بدرجة أقل مقارنة مع المخاطر سابقة الذكر.

بناء على اختبار مجمل فرضيات البحث، يمكن الاستنتاج أن هناك اختلافاً بين الصكوك، الأسهم والسندات التقليدية عينة الدراسة، إلا أننا نرى أن مساحة التقارب والارتباط بين الصكوك وخاصة السندات أكبر من تباعدهما، الذي نُرجعه وبشكل مباشر إلى التفاوت بين الإطار النظري والممارسة الفعلية للصكوك، نتيجة ميلها بشكل عام إلى تقليد ومحاكاة نظيرتها التقليدية من حيث: التسعير والعائد الثابت، التقييم، التصنيف الائتماني، والإفراط في الاعتماد على عقود المدائيات في هيكلتها، ما أدى إلى تحمل الصكوك مخاطر أخرى إضافية مقارنة مع نظيرتها التقليدية، حيث أصبح استخدام هياكل المشاركة وتقاسم الأرباح والخسائر في سوق الصكوك محدوداً جداً، لكي تلقى الصكوك القبول العام في ظل ما فرضته تبعات العولمة المالية وغياب معيار مرجعي مستقل غير ربوي في المالية الإسلامية لتقييم كفاءتها وقياس أدائها وتسعير منتجاتها، وقد أنجز عن ذلك أن تسجل الصكوك أقل مستوى كفاءة تسعير من نظيرتها التقليدية تبعا لنتائج الدراسة؛ غير أن الصكوك في صورتها المثالية تركز على المشاركة، تقاسم المخاطر والأرباح والخسائر وأكثر ارتباطاً بالاقتصاد الحقيقي، ما ينعكس بشكل أفضل على مستوى كفاءة التسعير والاستيعاب لمخاطرها الإضافية التي لا يمكن للنموذج القائم على الفائدة احتوائها.

2- التوصيات

لم يرق واقع صناعة الصكوك الإسلامية إلى رؤيتها المثالية، إلا أن قدرتها على الصمود طوال هذه المدة في بيئة غير مواتية، يمنح الأمل بمستقبل واعد لهذه الصناعة، وإذا أردنا للصكوك الإسلامية أن تحقق دورها المأمول عبر الأسواق المالية، فإننا نوصي بأهم ما يلي:

- لكي تتمتع الصكوك بمستقبل أفضل لابد من القيام بجهود كبيرة، ومن الأولويات التي ينبغي أن توجه لها هذه الجهود إخراج الصناعة من مأزق تقليد أدوات الدين التقليدية، وما ترتب عليه من هيمنة الأدوات المبنية على الدين في هيكلتها، إذ حذر الكثير من العلماء الشرعيين والاقتصاديين والخبراء المهنيين من مغبة ما يسمى بـ"نهاية عهد الصكوك" إذا واصلت محاكاة الهندسية التقليدية في صياغة منتجاتها؛ واستمرت في وضع شروط هي أقرب إلى مواصفات نظيرتها التقليدية منها إلى الأدوات الإسلامية؛
- تتمثل أفضل الحلول في تلك التي يتفاعل معها أكبر عدد ممكن من الأطراف ذات العلاقة إذا رأوا تطويرا لصناعة الصكوك وسوقها؛
- لتحقيق ذلك ينبغي وضع ضمن آفاق مهندسي الصكوك سواء أكانوا ممثلين للجهات الرقابية والإشرافية أم الجهات القانونية أم علماء الشريعة، تناول أمرين رئيسيين، الأول يتعلق بالتأطير على المستوى الكلي والثاني يتعلق بتطوير الأدوات والآليات، والمحصلة في النهاية قد ترقى فيها صناعة الصكوك إلى رؤيتها المثالية بتوافق إطارها النظري مع التطبيق. وللاستفادة وتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري في مرحلة ما بعد النفط لاسيما بعد انهيار أسعاره؛ ولتحقيق تجربة ناجحة ومنافسة للدول الحاضنة للصناعة الصكوك الإسلامية، نوصي بأهم ما يلي:
- الاستفادة من تجارب الدول التي سبقتنا في تطبيق إصدار الصكوك، من أجل تجاوز التحديات والإشكالات الشرعية والقانونية والجبائية التي تواجه تطبيقها؛
- استكمال البيئة المالية الإسلامية التي مازالت في طور الإنشاء، وذلك وفق ما يوصي به خبراء المالية الإسلامية؛
- تعزيز وضبط الإطار القانوني، الأخلاقي، والتكاملي المؤسساتي بين البنوك الإسلامية، وشركات التأمين التكافلي، وسوق رأس المال الإسلامي؛
- ضرورة وضع مواد تكميلية للنظام رقم 20-02 المتعلق بالصيرفة الإسلامية؛ أو وضع نظام قانوني وتشريعي خاص ولوائح داخلية تنظم عملية إصدار وتداول وإطفاء الصكوك، إضافة إلى تنظيم وتخصيص محاكم قضائية لحماية حقوق حملة الصكوك وبما يتفق وأحكام الشريعة، وهذا ما يستوجب إحداث التعديلات المناسبة على مستوى كل من: قانون النقد والقرض، القانوني التجاري، قانون الضرائب بالإضافة إلى تنظيمات مجلس النقد والقرض.
- تكوين الرأس المال البشري من خلال دورات تدريبية من قبل متخصصين في الصناعة المالية الإسلامية، وإنشاء كليات ومعاهد مختصة في الصناعة المالية الإسلامية؛

- إبرام عقود واتفاقيات اشتراك في قواعد ومنصات البيانات المالية العالمية، خاصة المحتكرة للبيانات المالية الإسلامية، ولو في جامعة وطنية واحدة، من أجل الاستفادة منها وإجراء المزيد من البحوث والدراسات حول مواضيع المالية الإسلامية لا سيما من الجانب الكمي.

3- آفاق البحث

حاولت الدراسة الإجابة على الإشكالية المطروحة باستخدام عدة طرق في تحليل الموضوع، إضافة إلى استخدام مجموعة من الأدوات المساعدة في تشخيص المشكل، كما أن البحث في دراسة الحالة اقتصر على حالة مؤشر داوجونز للصكوك العالمي ومدى تأثير مخاطر محددة على عوائد أسعاره، وعليه يمكن تصور دراسة مفصلة تشمل مختلف قطاعات الصكوك كلاً على حدة، والبحث عن العوامل الأخرى المؤثرة في سلوك عوائد الصكوك؛ كما يبقى مجال البحث مفتوحاً لدراسات أعمق وأدق تساهم في إثراء معارفنا التي لم نتمكن من الإلمام بها كاملة نظراً لل صعوبات التي واجهتنا في الدراسة، ونقدم مجموعة من النقاط التي نراها جديرة بأن تكون آفاق بحث جديدة:

- اختبار العدوى المالية لتداعيات الأزمة الصحية العالمية الراهنة نحو الأسواق المالية الإسلامية وسوق الصكوك الإسلامية؛
- اختبار محددات لغز العائد/مخاطر الائتمان (Credit Risk-Return Puzzle) في سوق الصكوك الإسلامية؛
- استخدام الشبكات العصبية الاصطناعية في تحليل أثر محددات عوائد سوق الصكوك..

قائمة المصادر والمراجع

أولاً- قائمة المصادر والمراجع باللغة العربية

المصادر

1. الإمام أبي حامد محمد الغزالي، المستصفي من علم الأصول، ج2، "الأدلة"، دراسة وتحقيق حمزة بن زهير حافظ، المكتبة العصرية، بيروت، لبنان، دون تاريخ نشر.
2. الإمام المحافظ محي الدين أبو زكريا يحيى بن شرف بن مري النووي، المنهاج في شرح صحيح مسلم بن الحجاج "شرح النووي عن مسلم (631-676هـ)"، دون طبعة، بيت الأفكار الدولية، عمان، الأردن، دون تاريخ نشر.
3. المحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، بلوغ المرام من أدلة الأحكام، تحقيق عصام موسى الهادي، ط1، دار الصديق، الجبيل، المملكة العربية السعودية، 1423هـ/2002م.
4. يحيى بن يحيى الليثي الأندلسي، الموطأ لإمام دار الهجرة مالك بن أنس (93-179هـ)، حققه وخرج أحاديثه وعلق عليه بشار عواد معروف، المجلد الثاني، ط 2، دار الغرب الإسلامي، بيروت، لبنان، 1417هـ/1997م.

ب- الكتب

5. إبراهيم أحمد البسطويسى، إيداع الأوراق المالية في البنوك (ودیعة الصكوك) "دراسة مقارنة"، د.ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009م.
6. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، د. ط، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2014.
7. أشرف محمد دوابه، الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2008م.
8. _____، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 1430هـ-2009م.
9. _____، دراسات في التمويل الإسلامي، ط1، دار السلام للترجمة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008م.
10. الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (إسرا ISRA)، النظام المالي الإسلامي "المبادئ والممارسات"، ط1، ترجمة ونشر كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، برنامج كرسي للبحث، جامعة محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1435هـ/2016م.
11. أمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، ط1، مطبعة تونس قرطاج -الشرقية 1-، تونس، 2017م.
12. حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003م.
13. زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م.

14. سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، ط1، مركز نماء للبحوث والدراسات، بيروت، لبنان، 2013م.
15. سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، ط 2، بحث رقم 38، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 1419هـ/1998م.
16. شيرين محمد سالم أبو فعنونة، الهندسة المالية الإسلامية "ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1437هـ/2016م.
17. عبد الكريم قندوز، التحويط وإدارة الخطر "مدخل مالي"، ط1، داراي-كتب، لندن، 2018م.
18. عبير فوزان العبادي، إدارة المخاطر المالية في أعمال الصرفة والتمويل الإسلامي، ط1، نسخة مترجمة، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2015/1436م.
19. فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، ط1، عالم الكتب الحديث، أربد، الأردن، 2006م.
20. محمد الأمين ولد علي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية "السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي"، ط1، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، 1432هـ/2011م.
21. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي "محاضرات وتطبيقات"، ط1، دار الحامد، الأردن، 2011م.
22. محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013م.
23. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، ط1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005م.
24. منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، د. ط، دون ذكر دار النشر (د. د. ن)، نسخة الكترونية، الدوحة، قطر، 2013م.
25. _____، أساسيات التمويل الإسلامي، ط1، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRA)، كوالالمبور، ماليزيا، 2011م.
26. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، ط1، دار الفكر دمشق، سوريا، 2002.

ج- الأطروحات والمذكرات

27. أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، 1426هـ/2005م.
28. أسامة عبد الحليم الجوزية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009م.
29. ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها "دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للوراق المالية للفترة (2005-2010)"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح -ورقلة-، 2011/2012.

30. سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007/2006، ص129.
31. عادل بن عبد الرحمان بن أحمد بوقري، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي في البنوك السعودية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م.
32. عادل سلماني، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي "دراسة حالة ماليزيا"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2013.
33. عائشة بخالد، اختبار كفاءة السوق نيويورك المالي عند المستوى الضعف "دراسة حالة مؤشر داوجوانز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014"، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة ورقلة، 2015/2014.
34. عائشة سلمة كيجلي، التقييم الاقتصادي للآثار والسياسات البيئية "دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (1970-2014)"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة 2016/2017.
35. عبد الرحمان نعجة، إشكالية المخاطر الاستثمارية في المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليايس - سيدي بلعباس، الجزائر، 2016/2017م.
36. عبد القادر زيتوني، دور التصكيك في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية-دراسة تطبيقية على عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة (2003-2014)، أطروحة الدكتوراه في الاقتصاد، تخصص: نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2017/2018.
37. على بن الضب، قياس تكلفة رأس المال في البورصات العربية، "دراسة نظرية وقياسية باستخدام نماذج "CAPM-GARCH" لبورصات مختارة خلال الفترة (2007-2012)"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2014.
38. محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرفية، رسالة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، 2005.
39. نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها "دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة"، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 05-21، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1434هـ/2013م.
40. ورد عبد العزيز كوجك، التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين (ARCH) "دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي"، مذكرة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة حماه، سوريا، 2017/2018.

د - البحوث والدراسات

41. أحمد سالم ملحم، تداول الصكوك الإسلامية وإطفاؤها، مقال متاح على الرابط: http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_58.html، تاريخ التصفح: 2017/12/23.
42. الأخضر لقلطي، وحمة غربي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية-دراسة ميدانية، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي "الواقع ورهانات المستقبل"، غرداية، الجزائر، المنعقد يومي 23-24 فيفري 2011م.
43. أسيد الكيلاني، صكوك الشق الأول (الشريحة الأولى) من رأس المال، وفق معايير بازل، مجمع "مؤتمر أيوفي السنوي السادس عشر للهيئات الشرعية"، 8-9 أبريل 2018 الموافق لـ 23/22 رجب 1439هـ، مملكة البحرين.
44. أيوفي (AAOIFI)، المجلس الشرعي العاشر، المنعقد بالمدينة المنورة، المملكة العربية السعودية، 2-7 ربيع الأول 1424هـ/3-8 ماي 2003م.
45. جمعة درويش، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للاوراق المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، 2009م.
46. الجمعية التونسية للاقتصاد الإسلامي، ورقة عرض الأبحاث المقدمة لندوة: الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية، بتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (إسرائيل)، تونس، 28-29 مارس 2015م.
47. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة "دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية"، ط1، دار الميمان للنشر والتوزيع وبنك البلاد (نشر مشترك)، الرياض، السعودية 1429هـ/2008م.
48. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ورقة بحثية مقدمة إلى "ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، خلال الفترة 10-12/06/1431هـ الموافق لـ 24-26/05/2010م، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية.
49. حرية الشريف، تقرير حول: عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، جانفي 2005.
50. حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية، الخصائص، الإصدار، الاستخدامات، وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها، ورقة بحثية مقدمة إلى: حلقة عمل بعنوان "الصكوك الإسلامية طبيعتها وتطبيقاتها"، المنعقد في مجلس دبي الاقتصادي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 10 مارس 2010م.
51. حمزة بن حسين الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة لـ: "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقد في جامعة الملك عبد العزيز، بجدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431هـ الموافق لـ 24-25 ماي 2010م.
52. دراسة بعنوان: الارتباط والانحدار الخطي البسيط، ورقة بحث متاحة على الرابط: www.Jamasi.com/ehsa/correlation/linerok.html، تاريخ التصفح: 2011/07/25.

53. رضا سعد الله، الصكوك الإسلامية: مدخل عام، بحث مقدم إلى: "ندوة الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، تونس، 28-29 مارس 2015م.
54. رفيع حنيف، من الهياكل المدعومة بالأصول إلى الهياكل المخففة الدعم بالأصول (التاريخ المعقد)، ترجمة محمود مهدي، مقال منشور بمجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 17، العدد 1، الصادر في 1432هـ/2011م.
55. زاهرة علي بني عامر، التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً، مجمع "مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013م"، نظمه قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية باهانج الماليزية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، خلال الفترة 12-13 تشرين الثاني 2013.
56. زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي باليزيا: international conference on Islamic Banking and Finance, cross Border practices and litigations (15-16 June 2010).
57. سامي حسن أحمد حمود، تطبيقات بيوع المراجعة للآمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي مع اختبار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، المجلد الثاني، جدة، المملكة العربية السعودية، 1988م.
58. _____، التنمية عن طريق الأدوات التمويلية الإسلامية، ورقة بحثية منشورة ضمن أعمال: "الندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي".
59. سعيد محمد بوهراوة، الإشكالات الشرعية المتعلقة بإصدارات الصكوك، ورقة بحثية مقدمة لندوة: "الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، تونس، 28-29 مارس 2015م.
60. _____، حسين سعيد، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، مجمع: "ندوة البركة السادسة والثلاثين للاقتصاد الإسلامي"، هيلتون، جدة، المملكة العربية السعودية، رمضان 1436هـ.
61. سليمان ناصر، وريعة بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة لبيور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها- دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية-، ورقة بحثية مقدمة إلى "المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي- النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي"، اسطنبول، تركيا، 9-10 سبتمبر 2013.
62. _____، الصكوك الإسلامية "الواقع والتحديات"، مجلة دراسات المالية والمصرفية، عدد متخصص رقم (80)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عمان، الأردن، جانفي 2013م.
63. سيدي محمد عياد، وعلي بن الضب، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة "دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء"، مقال منشور بمجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2013/02.
64. شوقي أحمد دنيا، استكمال موضوع الصكوك "حكم تأجيل الأجرة" في إجارة الموصوف في الذمة، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد، ورقة بحثية مقدمة إلى "الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في وهران الجزائر، 13_18 سبتمبر 2012م.

65. عامر يوسف العتوم، تساؤلات حول قابلية الصكوك الإسلامية لتمويل الإنفاق الحكومي؟، مجمع "مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، نظمه قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بالتعاون مع ولاية تاهانج الماليزية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، خلال الفترة: 12-13 نوفمبر 2013.
66. عبد الباري مشعل، الصكوك بين الأسهم والسندات، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عدد متخصص رقم: 80، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، 2013/01.
67. _____، القضايا الرئيسية في هيكلية الصكوك، مقال متاح على الرابط: <http://assabeel.net/article/2015/6/10>، تاريخ التصفح: 2018/01/05.
68. عبد الجبار أحمد السهباني، في المخاطرة ومعناها، مقال منشور بموسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، 2009/06/21، متاح على الرابط: <https://iefpedia.com/arab/?p=1837>، تاريخ التصفح، 2019/09/08.
69. عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية، مقال متاح على الرابط: <http://abdulazeem-abozaid.com/en/wp-content/uploads/2012/07/Towards-Genuine-Islamic-Sukuk.doc>، تاريخ النشر 2012/07/25، تاريخ التحميل: 2017/12/10.
70. عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، ورقة بحثية مقدمة إلى "المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دمشق، سوريا، جوان 2009 م.
71. عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ورقة بحثية مقدمة لـ: "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقد في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431 هـ الموافق لـ 24-25 ماي 2010 م.
72. عبد الله إبراهيم نزال، كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية، بحث مقدمة إلى المنتدى الدولي الأول: "حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011 م.
73. عصام بوزيد، وعبد المجيد قدي، محاولة لقياس أداء مؤشرات الأسهم الإسلامية "دراسة تطبيقية على مؤشرات داوجونز الإسلامي"، مقال منشور بمجلة الباحث، عدد رقم: 2018/01، الصادر في جانفي 2018.
74. عصام خلف العنزي، صكوك المشاركة: دراسة شرعية تطبيقية عملية، ورقة بحث متاحة على الرابط: رقم الرابط: <http://conferences.ju.edu.jo/sites/islamic/Documents>، تاريخ التحميل: 2019/04/19.
75. علي بن الضب، فاطمة بن الناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية - دراسة قياسية مقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010-، مجلة الواحات، العدد 12، 2011، جامعة غرداية، الجزائر.
76. علي عباس، الإدارة المالية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 م.
77. غسان الطالب، الصكوك السيادية الإسلامية، مقال منشور بموقع الغد، قسم الاقتصاد، عدد يوم الأحد 29 مارس 2015 على موقع الغد، متاح على الرابط: # 861170- <http://www.alghad.com/articles/>، تاريخ الاطلاع 2018/04/10.

78. فتح الرحمن على محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، جويلية 2008م.
79. فؤاد محمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ملخص دراسة الدكتوراه مقدم إلى ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م.
80. فؤاد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عدد متخصص رقم: 80، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، 01/2013.
81. فيصل بن صالح الشمري، مسائل فقهية في الصكوك: عرض وتقويم، بحث مدعم من برنامج المنح البحثية في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 05-11، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1437هـ/2016م.
82. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الثانية عشر، الجزء الرابع، جدة، 25 جمادى الآخرة 1421هـ - 1 رجب 1421هـ الموافق 23 - 28 سبتمبر 2000م.
83. مجمع الفقه الإسلامي (IIFA)، البيان الختامي وتوصيات الندوة الأولى للأسواق المالية، الرباط، المغرب، 24-20 أكتوبر 1989م، متاح على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/113.html>، تاريخ التصفح: 2019/08/23م.
84. محرز نورالدين، ورحموني فضيلة، الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة، ورقة بحثية متاحة على الرابط: <http://www.univ-soukahrass.dz/eprints/2015-9-8a763.doc>، تاريخ التحميل 2018/03/20.
85. محمد إبراهيم نقاسي، آليات إدارة مخاطر الصكوك بين الواقع التطبيقي والتنظير الفقهي، بحث متاح على الرابط: <https://www.tci-thaijo.org/index.php/HIKMAH/article/download/117105/89942>، تاريخ التحميل: 2018/12/03.
86. محمد إبراهيم نقاسي، عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية، بحث مقدم في "المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة"، كوالالمبور، ماليزيا، 2006.
87. محمد أكرم لال الدين، وسعيد أديكونلي ميكائل، تحديات عمليات إصدار الصكوك "دراسة استكشافية تحليلية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة: "الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، الجمعية التونسية للاقتصاد الإسلامي بتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (ISRA)، تونس، 28-29 مارس 2015م.
88. محمد بن إبراهيم السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل، ورقة عمل مقدمة: "لمنتدى تونس الدولي حول الصكوك (الندوة الدولية حول الصكوك الإسلامية في خدمة التشغيل)"، تونس، 25-30 نوفمبر 2016.

89. محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، ورقة مقدمة إلى: "الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي"، المنعقدة في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 25-29/12/2012م.
90. محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م.
91. محمد حمو، تصنيف المؤسسات المالية وفقاً للجودة الشرعية من طرف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، مقال منشور بمجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، السادس الثاني 2017، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر.
92. محمد خالد الخنيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل الداعمة للقاعدة الرأسمالية للبنوك السعودية، مقال متاح على الرابط: <http://www.al-jazirah.com/2017/20170507/ec10.htm>، نشر بتاريخ يوم الأحد 2017/05/07، تاريخ التصفح 2017/12/14.
93. محمد علي القرى، أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية (الاختيارات، المستقبلات، -البيع مع تأجيل البدلين-المبادلات)، ورقة بحثية مقدمة إلى "منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي -الدورة الثانية- حول التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 26-27 أبريل 2016.
94. _____، صكوك الشق الأول من رأس المال، وفق معايير بازل، مجمع "مؤتمر الأيوبي السادس عشر للهيئات الشرعية"، ملكة البحرين، 8-9 أبريل 2018 الموافق لـ 23/22 رجب 1439هـ.
95. محمد علي القرى بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة بحثية مقدمة ل: "ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)"، المنعقد في جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 10-11 جمادى الثانية 1431هـ الموافق لـ 24-25 ماي 2010م.
96. _____، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م.
97. محمد عمر جاسر، تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عدد متخصص رقم: 80، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، 2013/01.
98. معبد الجارحي، وعبد العظيم أبوزيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، ورقة مقدمة إلى "الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنعقدة في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009م.
99. منذر قحف، ومحمد محمود الجمال، عمليات التحوط وتطبيقاتها في المصرفية الإسلامية وأحكامها الشرعية، بحث مقدم إلى "منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي -الدورة الثانية- حول التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام"، مجمع الفقه

- الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 26-27 أبريل 2016.
100. مهند عبد الرحمان سلمان، تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات، مقال منشور بمجلة كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، العدد 2016/48.
101. موسوي زهية، خالد خديجة، التمويل الإسلامي للمشاريع الاقتصادية "فرص وتحديات"، مقال في مجلة الباحث، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية سابقاً، جامعة ورقلة، العدد الرابع، 2006.
102. موسى آدم عيسى، صكوك الجمع بين المضاربة والمراجحة، مجمع "مؤتمر أيوفي السنوي السادس عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، المنامة، البحرين، 23/22، رجب 1439 هـ الموافق ل 8-9 أبريل 2018م.
103. موسى آدم، المؤشرات البديلة عن معدل الفائدة-أهمية الموضوع ومبرراته، الجهود السابقة والجوانب التي تتطلب التطوير، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة"، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1-2 ماي 2007م.
104. ناصر بن عبد الرحمن الداود، صكوك الجمع بين المضاربة والمراجحة (التورق)، مجمع "مؤتمر أيوفي السادس عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، مملكة البحرين، 8-9 أبريل 2018.
105. ناصر سليمان، وريعة بن زيد، العائد والمخاطرة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، ورقة بحثية مقدمة إلى "دراسة قياسية مقارنة بين مؤشري داوجونز للصكوك الإسلامية ومؤشر ستاندارد آند بورز لسندات الخزانة التقليدية خلال الفترة: (2009/11/23 - 2014/11/17)"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي (ICIEF)، الجوانب المؤسسية للإصلاحات الاقتصادية والنقدية والمالية، الدوحة، قطر، 23-25 مارس 2015.
106. ورقة بحث بعنوان: المخاطر وأنواع المخاطر التي تواجهها الأوراق المالية الحكومية، متاح على الرابط: syrianfinance.gov.sy/assets/files/20032.doc، تاريخ التحميل: 2011/07/07م.
107. ورقة بحث بعنوان: الصكوك الإسلامية، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، الجمهورية العربية السورية، متاح على الرابط: syrianfinance.org/assets/files/20033.doc، تاريخ الإطلاع: 2011/03/12
108. وليد عوجان، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة بحث مقدمة إلى "منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2015.

هـ - التقارير

109. صندوق النقد الدولي، إحصاءات الدين الخارجي كمرشد لمعديها ومستخدميها، دليل متاح على الرابط: <https://www.imf.org/~media/Files/Data/EDS/eds-arabic.ashx>، تاريخ التصفح: 2018/05/01.

و- المعايير والقرارات

110. بنك الكويت المركزي، معيار كفاية رأس المال- بازل 3- للبنوك الإسلامية، متاح على الرابط: <http://www.cbk.gov.kw/en/assets/pdfs/Basel3IslamicBks-10-115225-3.pdf>، تاريخ التحميل 2018/06/01.
111. سوق دبي المالي، المعيار 02: الإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، متاح على الرابط: <http://www.dfm.ae/docs/default-source/Sharia.pdf>، تاريخ التحميل: 2018/03/02.
112. مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)، المبادئ الإرشادية لإدارة المخاطر للمؤسسات (عدا المؤسسات التأمينية) التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية، كوالالمبور، ماليزيا، ديسمبر 2005م.
113. _____، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية، المعيار السابع، كوالالمبور، ماليزيا، جانفي 2009م.
114. مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)، قرار رقم 30 (4/3) بشأن سندات المقارضة وسندات التنمية الاستثمار، نقلا عن: عبدالرحمن يسرى احمد، تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها، ورقة بحثية متاحة على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/09.ppt>، تاريخ التحميل: 2019/07/24.
115. مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)، قرارات الندوات الثلاثة الفقيه الاقتصادية، بجدة، 22 - 18 شوال 1413هـ / 10 - 14 أبريل 1993م، متاح على الرابط: <http://www.fiqhacademy.org.sa>، تاريخ التصفح: 2019/04/04
116. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم: 224 (8/23) بشأن عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية، الدورة الثالثة والعشرين بالمدينة المنورة، خلال الفترة من: 19-23 صفر 1440هـ، الموافق: 28 أكتوبر- 1 نوفمبر 2018م، متاح على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/4892.html>
117. _____، قرار رقم: 238 (24/9) بشأن عمليات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية، الدورة الرابعة والعشرين بدبي، خلال الفترة من: 09-07 ربيع الأول 1441هـ، الموافق: 04 - 06 نوفمبر 2019م، متاح على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/5188.html>
118. _____، الدورة الخامس عشر، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة، المنعقد بمسقط سلطنة عُمان، 6-11 مارس 2004م. متاح على الرابط: <http://www.fiqhacademy.org.sa/qrarat/15-3.htm>، تاريخ الإطلاع: 2010/12/12.
119. _____، القرار رقم 178 (4/19) بشأن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقها المعاصرة وتداولها، الصادر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، المنعقد في "دورته التاسعة عشر في إمارة الشارقة- دولة الإمارات العربية المتحدة"، من 1-5 جمادى الأول 1430هـ الموافق ل26-30 أبريل 2009م، متاح على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/2300.html>، تاريخ التصفح: 2017/11/26.

120. معايير تصنيف الصكوك "المعايير العالمية المشتركة بين القطاعات، متاح على الرابط https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr/202016_AR.pdf، تاريخ التحميل: 2017/12/15م.
121. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوبي AAOIFI)، المعايير الشرعية - النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1438هـ/ديسمبر 2015م، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1438هـ/2015م، ص 467.
122. هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، تقرير حول: الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، الإدارة العامة للدراسات والتطوير، نوفمبر 2017.

ز - المعاجم والقواميس

123. أبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم "مقاييس اللغة"، بتحقيق وضبط عبد السلام محمد هارون، ج3، د.ط، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1399هـ/1979م.
124. أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم - ابن منظور الإفريقي المصري -، لسان العرب، المجلد 10 - حرف القاف والكاف، دون طبعة (د.ط)، دار الصادر، بيروت، لبنان، دون سنة نشر (د.س. ن).
125. ستاندار أند بورز (Standard & Poor's)، التمويل المنظم مسرد مصطلحات عمليات التوريق، متاح على الرابط: <https://glossarissimo.wordpress.com/2013/12/24/ar-en-pdf-structured-finance-securitization-glossary>، تاريخ التحميل: 2014/02/03.
126. كافي الكفاة صاحب، إسماعيل بن عباد، المحيط في اللغة، ج 4، 385/362هـ، تحقيق محمد حسن آل ياسين، ط1، عالم الكتب، بيروت، لبنان، 1414هـ/1994م.
127. محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، ط1، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1413هـ/1993م.

ح - الصحف، المجالات والمقابلات التلفزيونية

128. عثمان ظهر، الصكوك الإسلامية... بوادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد، الصحيفة الاقتصادية الالكترونية، العدد: 6109، الصادرة بتاريخ: 2010/07/03.
129. مجلة المصرفية الإسلامية (IFI)، نمو الصكوك الخليجية مرهون بوكالات تصنيف إسلامية، العدد 22 الصادر بتاريخ: 2011/02/01م.
130. محمد الخنيفر، تبسيط هيكله صكوك السعودية أوفر مالياً والمستقبل لدور الأفراد، مقابلة تلفزيونية مع قناة CNN بالعربية، متاحة على الرابط: <https://arabic.cnn.com/business/2017/06/04/bs-040617-mhmd-khunaife>، تاريخ المشاهدة، 2017/12/12.

131. _____، مقابلة مع CNN بالعربية، شرح فيها الهياكل المتوفرة حالياً على صعيد الصكوك الإسلامية بالخليج، يوم 04 جوان 2017م، على الساعة 05:52 مساءً بتوقيت غرينيتش متاح على الرابط: <https://arabic.cnn.com/business/2017/06/04/bs-040617-mhmd-khunaifer>، التاريخ: 2018/04/02.
132. _____، آليات إعادة هيكلة الدين الإسلامي، صحيفة الجزيرة، عدد رقم 14411، الصادر بتاريخ 2012/03/13 متاح على الرابط: <http://www.aljazeera.com/writers/20122112.html>، تاريخ التصفح: 2017/12/12.
133. مقال بعنوان: السندات الإسلامية الأفضل رغم الهبوط، المجلة المصرفية الإسلامية، العدد 1، الصادر بتاريخ: 2009/05/16، متاح على الرابط: <http://www.lmc Bahrain.com/pdf/48-Monthly-10-09-2016.pdf>، التاريخ: 2011/03/03.

ثانياً - قائمة المراجع باللغات الأجنبية

Books

134. Beebee Salma Sairally and Marjan Muhammad, **Sukuk: "Principles and practices"**, Issue1, International Shari'ah Research Academy Finance (ISRA), Kuala Lumpur, Malaysia, 2017.
135. Bradford D. Jordan and Thomas W. Miller, **Fundamentals of Investments "valuation and management"**, fifth edition, Published by McGraw-Hill/Irwin, Jr (2009), New York, USA.
136. Cheng-Few Lee, Alice C. Lee, John Lee, **Handbook of Quantitative Finance and Risk Management**, Springer New York Dordrecht Heidelberg London, New York, USA, 2010.
137. J. HAMON, **Bourse Et Gestion De Portefeuille**, 1 Ed. Economica, Paris, 2004 .
138. J-Franke, w.kHardle, C.M-Hafner, **Statistics Of Financial Markets. "Introduction"**, fourth edition, springer, heidelberg, Neuinyorh Dordrecht, london, 2015.
139. John .F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, John Wiley and Sons Edition, New York, USA, 2000.
140. Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine , **Global Sukuk and Islamic Securitization Market : Financial Engineering and Product Innovation**, Publisher Brill, Leiden, Netherlands, Netherlands, 25 Nov 2011.
141. Nasir Hashmi, **Finance controller**, Pregna Group Dubai, April 2010.

142. Nathif. J. Adam and Abdulkader Thomas, **Islamic Bonds: “your guide to issuing, structuring and investing in Sukuk”**, 1^{er} edition, euro money books, London, United kingdom, 2004.
143. Nothrup ,lynn, **dynamics of profit – focused accounting**, j. Roos publishing , inc, USA, 2004.

Theses

144. Ahamed Abdul Rauf Lebbe, **RELATIONSHIP BETWEEN RISK AND RETURN IN SUKUK MARKET**, Thesis Doctor of Philosophy, School of Business, University Utara Malaysia, April 2015.
145. Fadma EL MOSAID, **« Performance des portefeuilles d’instruments financiers Sukuk »**, These Doctorat, Spécialité «Finance », Centre Des Etudes Doctorales Ibn Zohr, AGADIR, Maroc, 2014.
146. Maya Puspa Rahman, **An Analysis On The Malaysian Sukuk Spreads**, dissertation of doctor of philosophy in islamic banking and finance, IIUM Institute Of Islamic Banking And Finance (Iiibf) International Islamic University Malaysia, January 2015.
147. SHALHOOB, H.S. **A comparative analysis of risk-return characteristics between Sukuk (Islamic bonds) and conventional bonds”**, Robert Gordon University, PhD thesis, London, 2016. Held on OpenAIR [online], Available from: <https://openair.rgu.ac.uk> .

Journals & researches

148. Agil Natt, Syed Othman Alhabshi and, Mohd-Pisal Zainal, A **Proposed Framework For Human Capital Development in the Islamic Financial Services Industry**. The Journal of Knowledge Economy & Knowledge Management, Volume I, Spring, 2009.
149. Ahmad Rodoni and Aris Setiawan, **RISK AND RETURN: BONDS AND SUKUK IN INDONESIA**, UIN Syarif Hidayatullah Jakarta, Jl. Ir H Juanda No 95, Ciputat, South, Tangerang, Banten, Indonesia, Volume 8 (2), July 2016.
150. Bissoondoyal-Bheenick, E., & Brooks, R. D, **The credit risk-return puzzle: Impact of credit rating announcements in Australia and Japan**. Pacific Basin Finance Journal, 2015, 35, 37 - 55. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.09.001>.
151. Bollerslev. T, **Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity**, Journal of Econometrica, Volume 31, 1986.
152. Cheema, Awas Muhammad, **Research Analyst in Islamic banking and finance**, University of Bedfordshire, England, 2010.

153. Christine M. Cumming and Beverly J. Hirtle, **The Challenges of Risk Management in Diversified Financial Companies**, Economic Policy Review, Vol. 7, No. 1, March 2001.
154. Clay Halton, **Inflationary Risk**, <https://www.investopedia.com/terms/i/inflationrisk.asp>, Updated Jul 23, 2019
155. Doron Avramova, Tarun Chordiab, Gergana Jostovac and Alexander Philipov, **Credit ratings and the cross-section of stock returns**, Journal of Financial Markets 12 (2009) 469–499.
156. Dow Jones Indices, **Dow Jones Islamic Market IndexesSM “World measures with a new perspective”**, February 16, 2007, available at :<https://ribh.files.wordpress.com/2008/03/dow-jones-islamic-market-indexes.pdf>, Download Date: 18/07/2018.
157. Eduardo Rossi, **GARCH Models, “Financial Econometrics”**, University of Pavia, December 2013.
158. Engle. R. F, **Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation**, Econometrica, Volume 50, Issue 4, 1982.
159. Eugene F. FAMA, Kenneth R. FRENCH, **Business conditions and expected returns on stocks and bonds**. Journal of Financial Economics, 1989, 25 (1), 23-49.
160. **Expected Returns Mean Nothing If you don’t know the Skew!**, Available on the link: <https://smartstockcharts.com/expected-returns-mean-nothing-dont-know-skew/>, Date of Browsing: 09/08/2019.
161. FARANK H. KNIGHT, Risk, **Uncertainly And Profit**, Houghton Mifflin Company, Boston and New York, 1921.
162. Faurani Santi Singagerda, Tulus Suryanto and Jesscia Christina Sudjana, **Credit Risk-Return Puzzle: Asian Countries Representative**, Journal of Accounting and Business Education, 2 (1), September 2017.
163. Frank de Jong, and Joost Driessen, **Liquidity Risk Premia in Corporate Bond Markets**, Finance Department, Tilburg University, 2006, Available at the link: https://www.researchgate.net/publication/5051248_An_Empirical_Analysis_of_Stock_and_Bond_Market_Liquidity, Download Date: 03/12/2019.
164. Franklin Templeton Shariah Funds, **Franklin global Sukuk Fund “fund Fact sheet, Sukuk (Shariah-Compliant)”**, Issues of: 31/07/2018, 31/03/2018, 30/06/2018, available at: <https://www.franklintempletonme.com/>, Download Date : 16/07/2018,
165. Geoff , considine , **getting the most return for risk**, ph.d , quantext , 2007, Available on : <https://docplayer.net/20877855-Geoff-considerine-ph-d.html>, date of Browse: 02/09/2019.

166. Haral, Tanweer Ahmad, Regional Head North, Senior Vice President, Arif Habib Investments Ltd. Pakistan. 23 April, 2010.
167. Hashemi, Jahangir and Hussain Abrar, "**Active Portfolio Management-A performance evaluation of Swedish equity mutual funds**", Department of Science in Finance, university of Gothenburg, 2009.
168. Heri Fathurahman and Rachma Fitriati, "**Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds**", American Journal of Economics , 3(3): 159-163, 2013.
169. Ian Giddy, "**The Securitization Process**", stern school of business, new York university , Available on : <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/absprocess.pdf> , Download Date : 27/06/2018.
170. IFLR, **Events of Inconsistent scholars hold back Islamic finance**, London, Oct 2007, Available on the link: <https://www.iflr.com/Article/1983328/Inconsistent-scholars-hold-back-Islamic-finance.html>.
171. Junaid Haider and Muhammad Azhar, "**Islamic Capital Market “Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario”**", Umea School of Business & Economics, Umea University, Sweden, Available at the link : <http://umu.diva-portal.org/smash/get/diva2:415709/FULLTEXT01>.
172. Matthew Bishop, "**Essential Economics**", the Economist Newspaper, Profile Books Ltd, London, 2004.
173. Mensi, Walid, Shawkat Hammoudeh, Idries M.W. Al-Jarrah, Ahmet Sensoy, and Sang Hoon Kang, "**Dynamic risk spillovers between gold, oil prices and conventional, sustainability and Islamic equity aggregates and sectors with portfolio implications**". Energy Economics, Volume 67, September 2017, Pages 454-475
174. Meysam Safari, M. Ariff and Shamsher M, "**Do Debt Markets Price Sukūk and Conventional Bonds Differently?** *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 26 No. 2, pp: 113-149 (2013 A.D./1434 A.H.).
175. Michele Leung, "**Sukuk Liquidity Trends**", SUKUK 201, GLOBAL PRACTICE ESSENTIALS, S&P Dow Jones Indices, 2014. Available at the link: https://us.spindices.com/documents/education/practice-essentials-sukuk-liquidity-trends.pdf?force_download=true, Download Date: 20/03/2020.
176. Mohamed Ariff and Meysam Safari, "**Are Sukuk Securities the Same as Conventional Bonds?**", Afro Eurasian Studies, Vol. 1, Issue 1, Spring 2012, 101-125.
177. Muhamed Zulkhibri, "**A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk**", Borsa Istanbul Review 15-4 (2015) 237–248, Available online at www.sciencedirect.com.

178. Nader Naifar and Slim Mseddi, **Sukuk spreads determinants and pricing model methodology**, Afro-Asian J. Finance and Accounting, Vol. 3, No. 3, 2013: 242-257.
179. Nader Naifar, **Exploring the Dynamic Links between GCC Sukuk and Commodity Market Volatility**, Int. J. Financial Stud. 2018, 6, 72.
180. Norshafizah Hanafi, Amirul Hamiza, Abdul Hamid and Jasmani Mohd Yunus, **The Empirical Study on Market Liquidity and Determinants of Sukuk in Malaysia**, Indian-Pacific Journal of Accounting and Finance (IPJAF), Vol. 2 No. 3, 2018.
181. Pantea Hafezian, Hussin Salamon and Mahendran Shitan, **Estimating Value At Risk For Sukuk Market Using Generalized Auto Regressive Conditional Heteroskedasticity Models**, The Economics and Finance Letters, 2015, 2(2): 8-23.
182. Philippe Mueller, Andreas Stathopoulos and Andrea Vedolin, **International Correlation Risk**, systemic risk centre the london school of economics and political science houghton street london, SRC Discussion Paper No 26, December 2014.
183. Rabindranath. V, & Gupta. P, **An Overview-Sukuk Market in Saudi Arabia**,
184. Kuwait, Watheeqa Company, 2010.
185. Razaq, A, **Finance Manager**. Sultan Group Health care member of Sultana Group Investment, Dubai. <http://umu.divaportal.org/smash/get/diva2,415709>. 10 March 2010.
186. Ruslan Nagayev, Disli, Mustafa, Inghelbrecht, Koen and Ng, Adam, **On the Dynamic Links Between Commodities and Islamic Equity**, Energy Economics. Vol. 58: 125- 140. 2016, doi: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.06.011>.
187. Selim Cakir and Faezeh Raei, **Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?**, IMF Working Paper, WP/07/237. October, 2007.
188. Shahzad, S. J. H., Mensi, W., Hammoudeh, S., Rehman, M. U., & Al-Yahyaee, K. H, **Extreme dependence and risk spillovers between oil and Islamic stock markets**. *Emerging Markets Review*, 2017 <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.10.003>.
189. Sharpe, William F, Capital Asset Prices, A **Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risks**, the Journal of Finance, Vol. XIX, No.3, 09/1964, pp429-431. Available at the link: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>.
190. Siddiqi, M.N, **Risk Management In An Islamic Framework**, A research paper is available at: <http://www.siddiqi.com/mns/RiskManagementInAnIslamicFramework.htm>, Browsing Date: 02/11/2019
191. Solnik, B., & Noetzlin, B. **Optimal international asset allocation**. Journal of Portfolio Management, 9, 11-21, 1982.

192. Syazwani Abd Rahim & Nursilah Ahmad, **MEASURING VOLATILITY OF DOW JONES SUKUK TOTAL RETURN INDEX USING GARCH MODEL**, Journal of Business Innovation, Volume 1, 2016: 73-88.
193. Thomas A. Stewart, **Management risk in the 21st century**, FORTUNE Magazine, USA, February 7, 2000. Visit:
http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2000/02/07/272815/index.htm.
194. Widad Metadjer, Hadjer Boulila, **Causal Relationship Between Islamic Bonds, Oil Price and Precious Metals: Evidence From Asia Pacific**; Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics) Volume 10 (2), July 2018, Page 285 – 298.
195. Zahid.Mehmood. Chief Executive, Accounts House ‘Chartered Certified Accountants and ’Tops London Limited, England. 27 April 2010.
196. Zeba Shariff Khan, **Review of Literature on Sukuk During 2007 – 2016, A Quantitative Research Approach**, Available at the link :
<https://fr.scribd.com/fullscreen/354480205?secret>
197. Zhamal K Nanaeva, **How risky Sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds**, Dissertation submitted in partial fulfillment of the degree of MSc in Finance and Banking, Faculty of Business, the British university in dubai, May 2010.

Standards and reports

198. Bursa Malaysia Berhad, **Amendments to the Main Market listing requirements Relating to Stapled Securities and enforcement Proceedings**. Available at <http://www.bursamalaysia.com/mise/system/assets/5717/regulation-rules>.
199. IFSB, **Islamic Financial Services Industry -Stability Report 2017-**, Kuala Lumpur, Malaysia, May 2017.
200. Islamic Financial Services Board (IFSB), **Islamic Financial Services Industry -Stability Report 2018-**, Kuala Lumpur, Malaysia, June 2018.
201. International Islamic Financial Market (IIFM), **Sukuk Report 2018 -A comprehensive study of the global sukuk market-**, 7TH Edition, Manama, Kingdom of Bahrain, April 2018.
202. IIFM, **Sukuk Report 2017- A comprehensive study of the global Sukuk market-**, 6TH Edition, Manama, Kingdom of Bahrain, July 2017.

203. S&P Dow Jones Indices, **Dow Jones Sukuk index Methodology**, April 2015, available at: https://www.investment-and-finance.net/islamic-finance/pdf/Dow_Jones_Sukuk_Index_Methodology.pdf, Download Date :20/07/2018.
204. S&P Dow Jones Indices, **Dow Jones Sukuk Total Return Index (Ex-Reinvestment) “Fact sheet,”**, as of 07/2018, available at: <https://us.spindices.com/idsenhancedfactsheet/file.pdf>, Download Date:20/07/2018.
205. S&P Dow Jones Indices, **Dow Jones Sukuk Total Return Index (Ex-Reinvestment) “Methodology”**, as of 07/2018, available at: <https://eu.spindices.com/documents/methodologies/methodology-dj-sukuk-total-return-index-exreinvestment.pdf>, Download Date: 20/07/2018.
206. S&P Dow Jones Indices, **Sukuk Fact sheet**, All Data as of December 2012, available at : https://www.financialencyclopedia.net/islamic-finance/pdf/Dow_Jones_Sukuk_Index_Fact_Sheet.pdf, Download Date :20/07/2018.
207. Securities commission Malaysia (SCM), **Guidelines on the offering of Islamic Securities**, Kuala Lumpur, Malaysia, 26 July 2004,
208. The Institute Of Risk Management, **A Risk Management Standard**, AIRMIC, ALARM, IRM, London, 2002.
209. Thomson Reuters, **Thomson Reuters Zawya Sukuk perceptions and forecast study**, Islamic Finance Gateway 2013. Retrieved on January 10, 2014 from <https://www.zawya.com/ifg-publications>.

Websites

210. www.alfred.stlouisfed.org
211. www.home.treasury.gov
212. www.ifsfb.org
213. www.iifa-aifi.org
214. www.iifm.net
215. www.tradingeconomics.com
216. www.us.spindices.com
217. www.wikipedia.org

الملاحق

الملحق رقم (1-4): التوزيع الجغرافي لسوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017م)

ASIA & FAR EAST	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Bangladesh	4	37	0.004%
Brunei Darussalam	149	9,583	0.98%
China	1	97	0.01%
Hong Kong	5	3,196	0.33%
Indonesia	244	62,816	6.41%
Iran	1	144	0.01%
Japan	3	190	0.02%
Malaysia	5,711	612,305	62.53%
Maldives	1	3	0.0003%
Pakistan	83	15,930	1.63%
Singapore	16	1,498	0.15%
Sri Lanka	1	3	0.0003%
Total	6,219	705,802	72.1%
GCC & MIDDLE EAST	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Bahrain	392	27,720	2.83%
Jordan	3	272	0.03%
Kuwait	18	3,658	0.37%
Oman	7	3,523	0.36%
Qatar	30	25,851	2.64%
Saudi Arabia	122	95,215	9.72%
United Arab Emirates	110	71,895	7.34%
Yemen	2	253	0.03%
Total	684	228,387	23.3%

الملحق رقم (4-2): التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك المحلية للفترة (2001-2017)

ASIA & FAR EAST	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Bangladesh	4	37	0.005%
Brunei Darussalam	149	9,583	1.26%
Indonesia	229	49,313	6.49%
Iran	1	144	0.02%
Malaysia	5,621	557,832	73.39%
Maldives	1	3	0.0004%
Pakistan	79	12,330	1.62%
Singapore	12	788	0.10%
Sri Lanka	1	3	0.0004%
Total	6,097	630,033	82.9%
GCC & MIDDLE EAST	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Bahrain	291	17,290	2.27%
Jordan	3	272	0.04%
Kuwait	1	332	0.04%
Oman	4	941	0.12%
Qatar	16	14,416	1.90%
Saudi Arabia	72	56,250	7.40%
United Arab Emirates	14	8,251	1.09%
Yemen	2	253	0.03%
Total	403	98,004	12.9%
AFRICA	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Gambia	210	136	0.02%
Ivory Coast	2	460	0.06%
Nigeria	3	444	0.06%
Senegal	2	445	0.06%
Sudan	29	19,429	2.56%
Togo	1	245	0.03%
Total	247	21,158	2.8%
EUROPE & OTHERS	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Turkey	161	10,849	1.43%
Total	161	10,849	1.43%
Grand Total	6,908	760,044	100%

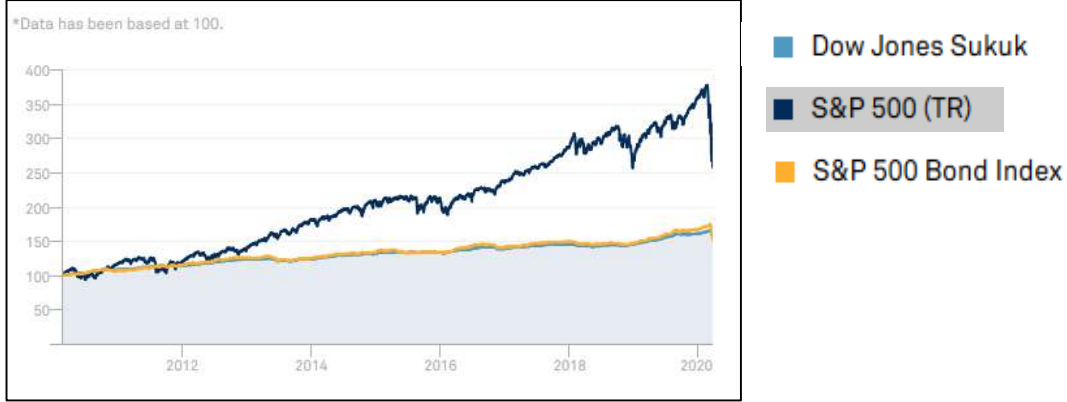
Source: IIFM Sukuk Database

الملحق رقم (3-4): التوزيع الإقليمي لإصدارات الصكوك الدولية للفترة (2001-2017)

TABLE 5A: REGIONAL DISTRIBUTION OF INTERNATIONAL ISSUANCES (JAN 2001 - DEC 2017)

ASIA & FAR EAST	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
China	1	97	0.04%
Hong Kong	5	3,196	1.46%
Indonesia	15	13,503	6.16%
Japan	3	190	0.09%
Malaysia	90	54,473	24.85%
Pakistan	4	3,600	1.64%
Singapore	4	711	0.32%
Total	122	75,769	34.6%
GCC & MIDDLE EAST	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Bahrain	101	10,430	4.76%
Kuwait	17	3,327	1.52%
Oman	3	2,582	1.18%
Qatar	14	11,435	5.22%
Saudi Arabia	50	38,965	17.78%
United Arab Emirates	96	63,644	29.04%
Total	281	130,383	59.5%
AFRICA	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Nigeria	1	150	0.07%
South Africa	1	500	0.23%
Sudan	1	130	0.06%
Total	3	780	0.4%
EUROPE & OTHERS	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
France	1	1	0.0005%
Germany	3	206	0.09%
Luxembourg	3	280	0.13%
Turkey	22	8,934	4.08%
United Kingdom	9	1,368	0.62%
USA	5	1,367	0.62%
Kazakhstan	1	77	0.04%
Total	44	12,233	5.58%
Grand Total	450	219,165	100%

الملحق رقم (1-5): مقارنة بين أداء ثلاثة مؤشرات مختارة (صكوك، أسهم وسندات) للفترة (2010-2020 م)



Source : <https://www.us.spindices.com/indices/fixed-income/dow-jones-sukuk>, Download Date: 20/03/2020

الملحق رقم (2-5): معامل الارتباط بين ثلاثة مؤشرات مختارة (صكوك، أسهم وسندات) للفترة (2017-2020 م)

3 year correlation	S&P 500 Bond Index	Dow Jones Sukuk Index	S&P 500
S&P 500 Bond Index	1.000		
Dow Jones Sukuk Index	0.720	1.000	
S&P 500 Index	-0.058	0.130	1.000

Source : <https://www.us.spindices.com/indices/fixed-income/dow-jones-sukuk>, Download Date: 20/03/2020

الملحق رقم (3-5): مقارنة بين ثلاثة مؤشرات مختارة (صكوك، أسهم وسندات) من حيث العائد والمخاطرة للفترة (2010-2020 م)

	Annualized Returns (%)				Annualized Risk		
	1 Year	3 Year	5 Year	10 Year	3 Year	5 Year	10 Year
Dow Jones Sukuk Index	10.72	5.20	4.20	5.07	2.37%	2.45%	2.63%
S&P 500 Index	7.56	9.22	8.56	11.95	13.16%	12.36%	12.71%
S&P 500 Bond Index	14.96	6.47	4.86	5.60	3.61%	3.72%	3.78%

Source : <https://www.us.spindices.com/indices/fixed-income/dow-jones-sukuk>, Download Date: 20/03/2020

الملحق رقم (4-5): بيانات الشق الثاني للدراسة القياسية

DATE MONTHLY	DJSUKUKI	IRD	CPI	DXY	S&P GSCI	CRI	LRI	HQI
2012-12	103.99	0.50825	1.84951	79.77	4889.008	103.33	143.05	100
2013-01	103.78	0.46840	1.715932	79.21	5026.199	103.08	143.2	100.275
2013-02	103.59	0.45690	1.807669	81.95	4878.305	102.72	143.39	100.58
2013-03	103.28	0.44490	1.566501	83.22	4915.852	102.67	143.41	100.672
2013-04	103.76	0.42540	1.253069	81.75	4683.328	104.12	144.53	101.299
2013-05	102.63	0.41426	1.484517	83.26	4613.59	103.32	143.39	100.546
2013-06	100.07	0.41340	1.799102	83.14	4624.387	99.47	140.24	98.751
2013-07	100.72	0.39650	1.957147	81.45	4851.594	100.94	141.58	99.675
2013-08	99.1	0.39300	1.688657	82.09	5015.387	97.95	139.73	98.837
2013-09	100.24	0.36850	1.480759	80.22	4845.281	100.29	141.77	99.966
2013-10	101.13	0.35490	1.293088	79.78	4775.371	102.57	143.45	100.86
2013-11	100.8	0.34680	1.467864	80.68	4738.145	102.35	143.43	100.974
2013-12	100.45	0.34800	1.637439	80.03	4829.465	102.4	143.37	100.943
2014-01	100.9	0.33630	1.646319	81.31	4750.434	102.89	144.45	101.765
2014-02	102.2	0.33050	1.440996	79.69	4964.594	105.83	146.75	102.943
2014-03	102.15	0.32890	1.573041	80.1	4971.531	106.1	147.12	103.212
2014-04	102.26	0.32250	2.022826	79.47	5008.402	106.9	147.71	103.511
2014-05	103.29	0.32190	2.081813	80.37	4999.617	108.7	149.64	104.74
2014-06	103	0.32680	2.060951	79.77	5105.461	108.69	149.66	104.781
2014-07	103.09	0.33450	1.962149	81.46	4835.016	109.28	150.24	105.143
2014-08	103.67	0.32990	1.807759	82.75	4755.742	110.14	151.54	106.101
2014-09	102.72	0.33040	1.744654	85.94	4469.266	109.42	150.6	105.506
2014-10	103.58	0.32790	1.736117	86.92	4201.836	110.89	152.31	106.534
2014-11	103.95	0.32620	1.497383	88.36	3742.98	112.04	153.29	107.01
2014-12	103.1	0.36280	1.091553	90.27	3232.798	111.34	152.5	106.433
2015-01	104.63	0.35740	0.5467218	94.8	2990.452	113.06	155.22	108.476
2015-02	104.33	0.38070	0.6131051	95.29	3183.792	113.44	155.23	108.269
2015-03	103.87	0.40065	0.6425384	98.36	2967.121	113.19	155	108.086
2015-04	103.97	0.40790	0.4743502	94.6	3295.219	113.6	155.59	108.504
2015-05	103.74	0.42465	0.5993542	96.91	3229.743	113.76	155.69	108.561
2015-06	102.75	0.44485	0.6156861	95.485	3226.117	113.14	154.67	107.872
2015-07	102.97	0.48990	0.5956705	97.336	2771.167	113.89	155.46	108.364
2015-08	102.16	0.53425	0.5915931	95.824	2779.468	112.78	154.69	108.082
2015-09	101.93	0.53400	0.4353307	96.35	2603.622	112.55	154.8	108.325
2015-10	102.26	0.55165	0.5720056	96.946	2609.596	114.34	155.76	108.353
2015-11	101.25	0.65990	0.7572631	100.17	2375.621	113.73	154.68	107.503
2015-12	100.76	0.84615	0.8859232	98.63	2170.615	113.73	154.39	107.201
2016-01	100.54	0.86025	1.202168	99.61	2058.378	114.12	154.5	107.047
2016-02	101.34	0.88590	0.9646007	98.21	2016.989	115.23	156.19	108.383
2016-03	102.28	0.89970	0.8438938	94.59	2116.436	116.74	158.1	109.718
2016-04	102.82	0.90415	0.8568181	93.08	2331.045	118.16	159.39	110.357
2016-05	102.41	0.99310	0.8293789	95.89	2382.751	118.15	159.21	110.26
2016-06	103.54	0.92415	0.9086937	96.143	2384.661	119.86	161.42	111.701
2016-07	103.87	1.11170	0.8725957	95.531	2156.498	120.63	162.42	112.456
2016-08	104.75	1.24450	0.963736	96.022	2194.648	122.21	164.25	113.514
2016-09	104.29	1.23972	1.209729	95.463	2285.608	122.44	163.97	113.171
2016-10	103.67	1.25600	1.395667	98.445	2251.388	121.71	163.48	112.925
2016-11	101.53	1.28878	1.480502	101.5	2308.46	119.24	160.56	110.999
2016-12	101.58	1.31767	1.83051	102.21	2417.311	119.47	161.11	111.487
2017-01	102	1.34739	2.318614	99.512	2383.157	120.5	162.24	112.199
2017-02	102.68	1.37489	2.504054	101.12	2388.695	121.94	163.8	113.259
2017-03	102.54	1.42322	2.315989	100.35	2295.187	122.22	164.06	113.417
2017-04	102.78	1.42628	2.358644	99.06	2246.846	123.09	164.92	113.916
2017-05	103.24	1.41878	2.124664	97	2212.328	123.78	166.13	114.793
2017-06	102.93	1.44767	1.923406	95.99	2169.813	123.69	166.11	114.718
2017-07	102.99	1.45500	1.989783	92.9	2260.645	124.47	166.7	115.058
2017-08	103.51	1.45389	2.183947	92.61	2192.39	125.55	168.03	115.875
2017-09	103.18	1.50600	2.329092	93.08	2326.456	125.72	167.98	115.78
2017-10	103.1	2.188787	93.67	2340.26	125.96	146.97	115.896	100.955

فهرس المحتويات

IV	الإهداء
V	الشكر والتقدير
VII	ملخص
VIII	قائمة المحتويات
X	قائمة الجداول
XII	قائمة الأشكال البيانية
XIV	قائمة الرموز والاختصارات
XV	قائمة الملاحق
أ	المقدمة

القسم الأول الإطار النظري للدراسة

الفصل الأول: الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مدخل عام

3	تمهيد
4	1- المبحث الأول: إطار مفاهيمي عام حول الصكوك الإسلامية
4	1-1- مفاهيم أساسية حول الصكوك الإسلامية
4	1-1-1- تعريف الصكوك الإسلامية (الصكوك)
7	1-1-2- فكرة الصكوك الإسلامية
8	1-1-3- دور الشريعة في هيكلية الصكوك الإسلامية
11	1-2- خصائص الصكوك بين المبادئ والممارسة
20	1-3- مزايا وأهداف الصكوك من وجهة نظر المصدرين والمستثمرين
20	1-3-1- مزايا الصكوك
26	1-3-2- أهداف إصدار الصكوك
27	1-4- آلية إصدار الصكوك بين عمليتي الإصدار والتصكيك
27	1-4-1- التوريق وإصدار السندات التقليدية
29	1-4-2- التصكيك وإصدار صكوك التمويل
31	1-4-3- الطريقة العملية لآلية إصدار الصكوك
40	2- المبحث الثاني: هياكل الصكوك الإسلامية
41	1-2- تصنيف الصكوك حسب العقود الشرعية
43	1-1-2- الصكوك القائمة على الشراكة

46.....	2-1-2- الصكوك القائمة على التأجير
49.....	3-1-2- الصكوك القائمة على البيوع
53.....	4-1-2- الصكوك المبنية على الوكالة بالاستثمار
56.....	5-1-2- الصكوك المركبة
58.....	2- تصنيف الصكوك حسب الخصائص التقنية والتجارية
58.....	1-2-2- حسب طبيعة جهة الإصدار
59.....	2-2-2- حسب طبيعة ملكية الأصول
62.....	3-2-2- حسب تركيبية هيكل الإصدار
65.....	4-2-2- حسب مدة الاستحقاق
66.....	5-2-2- وفق خصائص تقنية أخرى
70.....	3-2- تصنيف الصكوك حسب طبيعة ونوع الأصول
71.....	1-3-2- الأصول المادية (العينية أو الملموسة)
71.....	2-3-2- المنافع والخدمات
71.....	3-3-2- الأصول المعنوية (الحقوق المعنوية)
71.....	4-3-2- الديون والذمم المدينة
72.....	5-3-2- الأصول المختلطة
72.....	4-2- تصنيف الصكوك من حيث العائد والمخاطرة
72.....	1-4-2- صكوك متدنية المخاطر
75.....	2-4-2- صكوك ذات مخاطر
76.....	3- المبحث الثالث: تحديات وقضايا صناعة الصكوك الإسلامية وآفاقها المستقبلية
76.....	1-3- تحديات صناعة الصكوك الإسلامية
76.....	1-1-3- تحديات تضارب الفتاوى في صناعة الصكوك الإسلامية
78.....	2-1-3- إشكالية الملكية في الصكوك
81.....	3-1-3- التحديات القانونية والرقابية
82.....	4-1-3- تحديات المتطلبات التسويقية والتنافسية
82.....	5-1-3- تحديات الظروف الاقتصادية السائدة
82.....	2-3- قضايا سوق الصكوك
83.....	1-2-3- الصكوك: ديون أم أسهم؟
85.....	2-2-3- إشكالية تداول الصكوك:

87	3-2-3- قضايا التصنيف الائتماني للصكوك
89	3-2-4- إشكالية وواقع تسعير الصكوك
90	3-2-5- تعقيد عملية إصدار الصكوك
91	3-2-6- قضايا تعثر الصكوك
93	3-3- الآفاق المستقبلية للصكوك
93	3-3-1- آفاق على مستوى التأطير الكلي
95	3-3-2- آفاق على مستوى الأدوات والآليات
98	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: العائد، المخاطرة والعلاقة بينهما من منظور تقليدي وإسلامي

100	تمهيد
101	1- المبحث الأول: مفهوم العائد ومؤشرات قياسه
101	1-1- تعريف العائد
101	1-2- أشكال عوائد الصكوك
102	1-3- مؤشر العائد وتوزيعه الاحتمالي
103	2- المبحث الثاني: مخاطر الصكوك وآليات إدارتها
104	1-2- أساسيات حول المخاطرة
104	1-1-2- مفهوم المخاطرة بين الفكر المالي التقليدي والإسلامي
108	2-1-2- تصنيف المخاطر من منظور تقليدي
112	2-1-3- طرق قياس المخاطر
118	2-2- المخاطر التي تتعرض لها الصكوك
119	2-2-1- مخاطر الصكوك بالنسبة للمستثمر (حامل الصكوك)
127	2-2-2- أهم المخاطر التي يتعرض لها المصدر
127	2-2-3- مخاطر الصكوك من وجهة نظر الملتزم بالسداد
128	2-3- آليات إدارة مخاطر الصكوك
128	2-3-1- تعريف إدارة المخاطر ومناهجها من منظور تقليدي
131	2-3-2- المنظور الإسلامي لإدارة المخاطر
132	2-3-3- آليات وأدوات تخفيف مخاطر الصكوك
137	3- المبحث الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي
137	1-3- الإطار النظري للعلاقة بين العائد والمخاطرة من منظور تقليدي وإسلامي

139	2-3- تسعير الصكوك بين النظرية وواقع تطبيقها
139	1-2-3- تسعير الصكوك من منظور التأصيل الشرعي
140	2-2-3- كفاءة تسعير الأوراق المالية من منظور إسلامي
141	3-2-3- واقع تسعير الصكوك
144	4-2-3- واقع عملية تقييم الصكوك
144	3-3- أهم نماذج تحليل وقياس علاقة العائد بالمخاطرة
144	1-3-3- نظرية المحفظة وتطورها
146	2-3-3- نماذج التباين الشرطي (Models ARCH-GARCH) لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة
148	خلاصة الفصل

الفصل الثالث: الدراسات السابقة حول علاقة العائد بمخاطر الصكوك الإسلامية ومحدداتها

150	تمهيد
151	المبحث الأول: الدراسات القياسية المتعلقة بدراسة سلوك عائد ومخاطرة الصكوك
159	المبحث الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالمخاطر المحددة للعائد
168	المبحث الثالث: الدراسات السابقة حول نماذج محددات عائد الصكوك
174	خلاصة الفصل

القسم الثاني الدراسة التطبيقية

176	مدخل الدراسة التطبيقية
-----	------------------------------

الفصل الرابع: دراسة إحصائية لواقع تطور سوق الصكوك خلال الفترة (2001-2017 م)

178	تمهيد
179	المبحث الأول: الاتجاه الكمي لتطور إصدارات الصكوك الإسلامية
181	المبحث الثاني: التوزيع الجغرافي لسوق الصكوك الإسلامية
184	المبحث الثالث: اتجاه نمو سوق الصكوك الإسلامية حسب مستوى سوق الإصدار
186	المبحث الرابع: توزيع إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار
193	المبحث الخامس: تحليل تركيبة سوق الصكوك الإسلامية حسب هيكل الإصدار
198	خلاصة الفصل

الفصل الخامس: دراسة قياسية مقارنة للعلاقة بين العائد ومخاطر الصكوك

200	تمهيد
201	1-المبحث الأول: منهجية ومتغيرات الدراسة
201	1-1- بيانات الدراسة ومصادرها
203	2-1- منهجية وأدوات الدراسة
203	1-2-1- منهجية وأدوات الشق الأول
203	2-2-1- منهجية وأدوات الشق الثاني
206	2-المبحث الثاني: مدخل مفاهيمي حول مؤشر داوجونز للصكوك
206	1-2- تعريف مؤشر داوجونز للصكوك
206	2-2- خصائص مؤشر داوجونز للصكوك
207	3-2- مكونات مؤشر داوجونز للصكوك
210	4-2- معايير إدراج إصدارات الصكوك في مؤشر داوجونز للصكوك
212	5-2- حساب مؤشر داوجونز للصكوك
213	6-2- تقييم مؤشر داوجونز للصكوك
214	7-2- تعريف مختصر لمؤشري المقارنة
214	1-7-2- حساب مؤشر داوجونز للصكوك
214	2-7-2- تقييم مؤشر داوجونز للصكوك
214	3-المبحث الثالث: تقييم العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة لمؤشر الصكوك ومقارنتها مع مؤشري الأسهم والسندات خلال الفترة (2008-2017م)
215	1-3- دراسة الإحصاءات الوصفية لسلاسل الإغلاق اليومية للمؤشرات محل الدراسة:
217	2-3- اختبار استقرارية (السكون) لوغاريتم سلاسل الإغلاق اليومية لمؤشرات الدراسة
225	3-3- اختبار استقرارية سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة
229	4-3- اختبارات الإحصائية الوصفية والتوزيع الطبيعي لسلاسل عوائد مؤشرات الدراسة
232	5-3- اختبار تجانس التباين الشرطي للأخطاء لسلسلة عوائد مؤشرات الدراسة
233	1-5-3- تقديم نماذج الانحدار الذاتي ذات التباين الشرطي غير المتجانس (ARCH)
234	2-5-3- اختبار وجود أثر (ARCH) في بواقي سلسلة عوائد مؤشرات الدراسة
237	6-3- اختبار نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم (GARCH)
240	7-3- تلخيص نتائج الاختبارات ونقد فرضية الشق الأول

243	4- المبحث الرابع: تحديد أثر علاقة العائد بمؤشرات مخاطر الصكوك خلال الفترة (2012-2017)
243	1-4- الدراسة الوصفية والإحصائية للمتغيرات المستقلة محل الدراسة
244	1-1-4- الدراسة الوصفية للمتغيرات المستقلة محل الدراسة
254	2-1-4- اختبار استقراره السلاسل الزمنية
256	2-4- دراسة أثر علاقة مخاطر الصكوك بعوائدها
256	1-2-4- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الإبطاء
261	2-2-4- تقدير نموذج التكامل المشترك في الأجل القصير والطويل
266	3-2-4- اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج
267	3-4- مناقشة وتفسير نتائج الدراسة واختبار الفرضيات الجزئية لفرضية الشق الثاني
267	1-3-4- تأثير مخاطر السوق على عوائد الصكوك
270	2-3-4- تأثير مخاطر الائتمان على عوائد الصكوك
271	3-3-4- تأثير مخاطر السيولة على عوائد الصكوك
271	4-3-4- تأثير مخاطر التشغيل على عوائد الصكوك
272	4-4- نتائج اختبار فرضيات الشق الثاني
274	خلاصة الفصل
276	الخاتمة
283	قائمة المصادر والمراجع
302	الملاحق
308	فهرس المحتويات