

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالب : بن عمر يوسف

بغـوان :

تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية

"دراسة أثر اصدار الصكوك على المؤشرات العامة
للأسوق الاوراق المالية التالية : (ماليزيا والبحرين
والإمارات والسعودية) خلال الفترة: (2001- 2013) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2014/06/18

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/بن مالك حسان (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور/ غريب بولرباح (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) نائبا عن المشرف

الأستاذ / منير بن عبد الهادي (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2014/2013

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالب: بن عمر يوسف

بعنوان :

تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في

أسواق الأوراق المالية

"دراسة أثر اصدار الصكوك على المؤشرات العامة

لأسواق الأوراق المالية التالية : (ماليزيا والبحرين

والإمارات والسعودية) خلال الفترة: (2001- 2013) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2014/06/18

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ بن مالك حسان (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الدكتور/ غريب بولرباح (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) نائبا عن المشرف

الأستاذ / منير بن عبد الهادي (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2014/2013

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى ...

من أحمل اسمه بكل فخر وامتزاز

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله، أبي العزيز أسأل الله أن يحفظه لنا

إلى ...

ينبوع الصبر والتفائل والأمل

إلى التي جعلت الجنة تحت أقدامها ربحانة حياتي وبهجتها أمي العزيزة أسأل الله أن يحفظها لنا

إلى ...

من كانوا ملاذي وملجئي

إلى من علموني علم الحياة إلى إخوتي وأخواتي.

إلى ...

كل الأقارب والأهل

إلى ...

كل مخيم على دينه ووطنه

إلى ...

كل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلبي، من دون أن أنسى زملاء الدعوة سنة الثانية ماستر مالية المؤسسة.

إليكم جميعاً أهدي ثمرة جهدي.

الشكر :

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني ووفقني على إنجاز هذا العمل.

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى أساتذتي المشرفة نوال بن حمارة التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها ونصائحها القيمة حول الموضوع، وأراءها السديدة التي كانت عوناً لنا في إتمام هذا البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من التوجيهات والتصويبات.

كما أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل. وأخص بالذكر الأساتذة الكرام : خريجة بولرباج، سعيد هتهات، سليمان الناصر و الأستاذ المستقبلي مختار بو نقاب .

"حسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا"

تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق الأوراق مالية " دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشرات العامة
لأسواق الأوراق المالية التالية: (ماليزيا والبحرين والإمارات والسعودية) خلال الفترة: (2001- 2013) "

ملخص البحث :

يهدف هذا البحث إلى دراسة فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق المالية و تحديد مدى تأثير إصدارات الصكوك المالية الإسلامية على المؤشر العام للأسواق محل الدراسة ، ومدى تأثير هذه الصكوك بالأزمة المالية العالمية ومدى تعافيا منها ، على هذا الأساس تم تكوين عينة الدراسة من مجموعة من مؤشرات العامة لأسواق المالية محل الدراسة و إصدارات الصكوك لتلك الأسواق خلال الفترة الممتدة من جوان 2001 إلى 2013.

ولمعالجة إشكالية الموضوع وإختبار فرضياته تم الإعتماد على التحاليل الإحصائية، وتحديد معامل الارتباط. باستخدام برنامج spss 19، و Microsoft Excel 2010. وفقا لمعطيات السنوية لأسعار مؤشرات العامة للأسواق المختارة و حجم إصدارات الصكوك طوال الفترة محل الدراسة ،.

وقد خلصت الدراسة إلى أن لحجم الإصدار الصكوك أثر على المؤشرات العامة للأسواق المالية وفقا لنسبة سيطرتها على هذه الأسواق المالية المدروسة المنتمية إليها. وخلصت الدراسة أيضا إلى ان الصكوك المالية الإسلامية تأثرت بالأزمة المالية العالمية 2008 لكن سرعان ما تعافت وأخذت وتيرة نمو سريعة بعد مرور الأزمة خاصة في ماليزيا .

الكلمات المفتاح : الصكوك المالية الإسلامية ، الأسواق المالية ، المؤشر العام للسوق ، الازمة المالية العالمية ، معامل الارتباط.

The assessment of the effectiveness of the Islamic financial SUKUK " study the size of SUKUK on the index of securities market: (Malaysia, Bahrain, the United Arab Emirates and Saudi Arabia) during the period: (2001- 2013)"

Research Summary:

The aim of this research, to study the effectiveness of Islamic financial SUKUK in the financial markets, and specifically the extent of the impact of generic Islamic financial SUKUK on the index of the markets in the study. In addition, the impact of these SUKUK global financial crisis, and the extent of its recovery, on this basis, the study sample configuration of a group of indicators of general financial markets in the study and versions of instruments such markets during the period from June 2001 to 2013

In order to address the problem has been the subject and test order was molded to rely on statistical analysis, specifically, correlation coefficient. Using the program spss 19, and Microsoft Excel 2010

In accordance with prices Annual General indicators selected markets and the size of the ;versions of SUKUKs throughout the period of study

The study concluded that the size of the version of the general indicators instruments financial markets in accordance with the proportion of its control on the financial markets considered belonging to it. The study also found that Islamic financial SUKUKs have been affected by global financial crisis 2008 but quickly recovered and taken a faster pace of growth after the crisis, especially in Malaysia

Key Words: Islamic financial instruments, financial markets, market general index, global financial crisis, correlation coefficient.

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء.
IV	الشكر.
V	ملخص.
VI	قائمة المحتويات.
VII	قائمة الجداول.
VIII	قائمة الأشكال البيانية.
IX	قائمة الملاحق.
أ	المقدمة.
01	الفصل الأول : الجانب النظري للدراسة.
03	المبحث الأول : الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة-.....
09	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع-.....
21	الفصل الثاني : الجانب التطبيقي للدراسة.
23	المبحث الأول : الطريقة والأدوات.
26	المبحث الثاني : تحليل، وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.
39	الخاتمة.
44	قائمة المصادر والمراجع.
49	الملاحق.

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
08	الأسواق المالية قيد الدراسة ومؤشراتها العامة	(01)
23	الأسواق المالية قيد الدراسة ومؤشراتها العامة	(02)
27	ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي الماليزي	(03)
28	ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي الإماراتي	(04)
29	ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي السعودي	(05)
30	ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي البحريني	(06)

قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
30	حجم إصدارات الصكوك خلال الفترة 2001/ 2013 في كافة الأسواق المالية محل الدراسة	01
30	حجم إصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2001/2013	02
31	حجم إصدارات الصكوك في الإمارات خلال الفترة 2001/2013	03
32	حجم إصدارات الصكوك في السعودية خلال الفترة 2001/2013	04
33	حجم إصدارات الصكوك في البحرين خلال الفترة 2001/2013	05

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
ملحق رقم (01)	جدول يمثل اجمالي الإصدارات الصكوك السنوية للأسواق المالية الأربعة: ماليزيا، الإمارات، السعودية والبحرين بالقيمة خلال الفترة 2001 الى 2013	50
ملحق رقم (02)	جدول يمثل اسعار الإغلاق في 12/31/... من كل سنة للمؤشرات العامة للأسواق المالية كل من ماليزيا والإمارات والسعودية والبحرين خلال الفترة 2001 الى 2013	51
ملحق رقم (03)	الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2001/2013	52
ملحق رقم (04)	الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق الإماراتي خلال الفترة 2001/2013	52
ملحق رقم (05)	الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق المالي السعودي خلال الفترة 2001/2013	53
ملحق رقم (06)	الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق المالي البحريني خلال الفترة 2001/2013	54
ملحق رقم (07)	مخرجات برنامج SPSS: إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع NBAD index	55
ملحق رقم (08)	مخرجات برنامج SPSS: إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع composite index	55
ملحق رقم (09)	مخرجات برنامج SPSS إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع BSE index	56
ملحق رقم (10)	مخرجات برنامج SPSS: إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع NCFEI index	57

المقدمة العامة

مقدمة عامة:

أصبح التطوير والابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية خاصة في ظل الطلب المتزايد على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الاخلاقي والمتوافق مع المعاملات المالية الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على اموال الناس. وخاصة بعد الازمة المالية العالمية 2008 التي بينت مدى هشاشة الاقتصاد الرأسمالي الربوي والذي جعل من الدول الإسلامية والغير الإسلامية على حد سواء تتجه نحو الاستثمار في الادوات المالية الإسلامية، وستخصص في بحثنا هذا في إحدى اهم الأدوات المالية الإسلامية وأوسعها انتشارا وهي الصكوك المالية الإسلامية لما لها من انتشار عالمي وغدت دول الإسلامية وغير إسلامية وحكوماتها تفضل تغطية احتياجاتها المالية من خلالها ، مثل الحكومة البريطانية حيث أعلن رئيس وزراء البريطاني نية حكومته طرح صكوك مالية إسلامية للتداول كما اوردهته صحيفة الفايننشال تايمز وستطرح الصكوك للتداول بقيمة 200 مليون جنيه إسترليني للتداول هذا العام (2014) ،

بدأت بواكير الإسهامات الأكاديمية المتخصصة من الفقهاء في أعضاء هيئات الرقابة الشرعية في مختلف البنوك الإسلامية ومن بالكتابة حول الصكوك في أوائل العقد الأخير من القرن العشرين، ومنها الفتاوى الشرعية و كتابات الأساتذة محمد عارف ومحمد عبد المنان في العام 1990م وفهيم خان في العام 1991م ومنذر قحف، وأوصاف أحمد وخان وطارق ولاء خان في العام 1997م. وسامي السويلم في العام 2000م ومعد علي الجارحي ومنور إقبال في العام 2001م وعمر شبرا وحبيب أحمد وكل من رفعت أحمد عبد الكريم وسامون آرثر في العام 2002م وغيرهم من الفقهاء و الباحثين والمؤلفين. والصكوك صيحة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية وهي آلية تمويلية تتجه نحو ما افتقده البنوك الإسلامية من الشراكة الحقيقية بين عوامل الإنتاج في تمويل التنمية بصيغ المضاربة والمشاركة والتحول عن التمويل بالمراجحة والتي اعتمدت عليه أكثر من البنوك الإسلامية.

وتتبع فكرة استصدار الصكوك من صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة وغيرها كتطوير مواكب لمتطلبات العصر التمويلية كبديل عن السندات التي تتعامل بالفوائد المصرفية. وما أن ظهرت الصكوك حتى اشتهرت وانتشرت كأداة معاصرة يقبل عليها المسلمون وغير المسلمين حتى انتشرت في كل أنحاء العالم، بوتيرة سريعة.

وعلى هذا الأساس جاءت هذه الدراسة لتحاول اختبار فعالية الصكوك الإسلامية على اداء الأسواق المالية .

و بناء على ما سبق بإمكاننا صياغة الإشكالية الرئيسية التالية :

ما مدى تأثير فعالية الصكوك المالية الإسلامية على الأسواق المالية؟ وإلى أي مدى تأثر أداء الصكوك المالية الإسلامية بالأزمة المالية العالمية 2008؟

وتتفرع تحت هذه الإشكالية التساؤلات الجزئية التالية :

- 1- إلى أي مدى يؤثر حجم إصدارات الصكوك الإسلامية على أداء المؤشر العام للسوق المالي؟
- 2- ما نوع العلاقة التي تربط بين الحجم إصدارات الصكوك وأداء المؤشر العام للسوق المالي؟
- 3- ما مدى تأثر إصدارات الصكوك الإسلامية بالأزمة المالية العالمية 2008؟ وهل تعافت منها؟

فرضيات البحث:

الفرضية الرئيسية:

. كلما زاد حجم واداء الصكوك المالية الإسلامية أثر ذلك إيجابا على اداء السوق المالي ككل والعكس بالعكس ،
- تأثرت الصكوك المالية الإسلامية بشكل واضح بالأزمة المالية العالمية .

الفرضيات الجزئية :

- 1- كلما زاد حجم إصدارات الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالية ازاد أداء المؤشر العام لذلك السوق والعكس بالعكس ؛
- 2- توجد علاقة طردية بين اصدار الصكوك ومؤشر العام للسوق المالي؛
- 3- الصكوك المالية الإسلامية لم تستطع الصمود أمام الازمة المالية العالمية 2008 ولكن سرعان ما تعافت منها ؛

مبررات اختيار الموضوع :

إن اختيار موضوع البحث له أسباب موضوعية وأخرى ذاتية وهي كالتالي:

- 1- الاهتمام المتزايد بموضوع الدراسة من قبل المهتمين بالاقتصاد الإسلامي و الانتشار الواسع للصكوك الإسلامية في العالم ،
- 2- موضوع البحث يتناسب، ويخدم مجال التخصص (مالية المؤسسة)؛
- 3- الميول الشخصي للباحث في هذا النوع من المواضيع بهدف التحكم في المفاهيم الخاصة بأدوات الهندسة المالية الإسلامية.

أهداف البحث:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية :

- 1- محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظرية لدراسة مع الواقع التطبيقي في الميدان؛
- 2- دراسة واقع الصكوك المالية الإسلامية وتحليل ادائها في السوق المالية بالاعتماد على الأساليب القياسية والإحصائية؛
- 3- دراسة ارتباط وتأثير اداء الصكوك المالية الإسلامية على اداء السوق المالي بشكل عام ،

أهمية البحث:

- 1- يدرس البحث اداة من أهم أدوات التمويل الإسلامي الحديثة في الاقتصادي الإسلامي والتي لاقت رواجاً كبيراً في الأسواق المالية العالمية والتي عرفت بمرونتها وجمعها بين أمرين تمويل المشاريع والمؤسسات التي بحاجة إلى تمويل، وبين حاجة المستثمرين أصحاب الفوائض المالية إلى تنمية أموالهم وبطريقة شرعية ،
- 2- إظهار مدى صمود الصكوك المالية الإسلامية في وجه التقلبات التي شهدها ويشهدها الاقتصادي العالمي والأسواق المالية بالتبع ؛
- 3- محاولة تطبيق الأساليب الكمية والإحصائية لقياس دراسة ارتباط وتأثير أداء الصكوك المالية الإسلامية على أداء السوق المالي وربط ما هو نظري بالجانب الحسابي والتحليلي، من أجل الوصول إلى نتائج كمية تزيد من دقة التحليل؛
- 4- كذلك تنبع أهمية الموضوع من كون الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات الحديثة والقوية في تمويل العجز المالي في الاقتصادي الإسلامي الحديث وخاصة بعد ما أثبتت وجودها في الآونة الأخيرة وفي الأزمة المالية العالمية 2008 في حين عجز ندها في الاقتصادي التقليدي وهي السندات في الوقوف امام المد جارف للأدوات المالية الإسلامية وبالتحديد الصكوك المالية الإسلامية التي تحتل الاسواق المالية العالمية وبعد ما اثبتت السندات التقليدية عجزها في الصمود في وجه الأزمة العالمية الاخيرة ؛
- 5- تقديم نموذج ناجح لدول اعتمد على الصكوك المالية في تمويلها لمشاريعها ولتكون قدوة للدول الإسلامية الاخرى من اجل النهوض باقتصاد هذه الدول.

حدود البحث:

اقتصر البحث في جانبه النظري على دراسة مفاهيم حول الصكوك المالية، انواعها وأهدافها وخصائصها والفرق بينها وبين السندات .

أما الدراسة التطبيقية فأجريناها على الأسواق المالية الماليزية والإمارات والسعودية والبحرين، وفقا لمعطيات سنوية للفترة الممتدة بين 2001 إلى 2013. - نصلح في هذه الدراسة بالسوق المالية مشيرين بذلك لبورصة القيم المنقولة-. حيث تم اختيار المؤشر العام واحد لكل سوق مالي من الأسواق الأربعة محل الدراسة وهي المؤشر العام للسوق المالي الماليزي Composite Index ، والمؤشر العام للسوق المالي الإماراتي NBAD INDICE ، والمؤشر العام للسوق المالي السعودي NCFEI INDICE ، والمؤشر العام لسوق المالي البحرين BSE INDICE ، وكذلك حجم إصدارات الصكوك خلا الفترة المدروسة.

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

قصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة، والتمكن منه نحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية، وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهجاً وصفيًا لأنه يمكننا من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات

والمعلومات، وتنظيمها بشكل تسلسلي، والإحاطة بالمفاهيم المتعلقة بالصكوك المالية الإسلامية، والدراسات السابقة هذا بالنسبة للفصل الأول.

كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الفصل الثاني لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث والذي يتضمن إسقاط ميداني على السواق المالية الأربعة المدروسة مستخدمين في ذلك مزيجاً من أدوات القياس، والإحصاء.

صعوبات البحث:

-قصر الفترة الممنوحة لإعداد البحث.

-أغلب المراجع في مجال المالية الإسلامية باللغة الإنجليزية وهذا ما صعب مهمة البحث.

هيكل البحث :

سعيًا منا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث وللإجابة على إشكاليته فقد قمنا بتقسيم البحث كما يلي :
الفصل الأول والذي يحمل عنوان "الجانب النظري للدراسة" تم تقسيمه لمبحثين. المبحث الأول كان بعنوان الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة - والذي تناول مفاهيم حول الصكوك المالية ، أنواعها، خصائصها، أهدافها، أهميتها، والفرق بينها وبين السندات التقليدية .

أما المبحث الثاني والذي كان تحت عنوان الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع - تم تطرق فيه للدراسات السابقة لنفس موضوع بحثنا.

أما الفصل الثاني فكان بعنوان "الجانب التطبيقي للدراسة" تم تخصيصه لدراسة الحالة فقسما إلى مبحثين المبحث الأول تم فيه تحديد مجتمع وعينة الدراسة، طريقة جمع، وتلخيص المعطيات. والأدوات الإحصائية والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات.
أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض النتائج المتوصل لها والاختبار الفرضيات، ومناقشة النتائج.
و في الأخير ومن خلال الخاتمة تم استعراض ما توصلنا له من نتائج، وتوصيات وأفاق الدراسة.

الفصل الأول:

الجانب النظري للدراسة

تمهيد :

يعد الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية وتحديدًا الصكوك المالية الإسلامية من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوماً بعد يوم، نظراً لانتشار التعامل بها في أوساط المستثمرين. وأيضاً لضخامة الأموال المستثمرة فيها، فأصبح بذلك نشاطاً اقتصادياً أساسياً، وله تأثيراً واضحاً على الاقتصاديات المحلية والدولية التي تعتمد عليها في تمويلها وتعزيز نمو اقتصاداتها. وكذلك تعتبر من أهم الابتكارات التي أنتجتها الهندسة المالية الإسلامية.

وبناء على ما سبق، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم حول الصكوك المالية الإسلامية، وأهميتها، وأهدافها، وأنواعها وخصائصها، والفرق بينها وبين السندات،. وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت موضوع فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق المالية. فكان تقسيم الفصل كالتالي :

المبحث الأول : الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة-

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع-

المبحث الأول : الأدبيات النظرية – الإطار المفاهيمي للدراسة –

موضوع الصكوك المالية الإسلامية من المواضيع التي شكلت حيزا كبيرا في حقل المالية الإسلامية لما له من جوانب عديدة يمكن التطرق لها ودراستها من جهة، ومن جهة أخرى لما تحققه الصكوك المالية الإسلامية من مردودية لمصدرها وحاملها على حد سواء . وفي هذا المبحث سوف نتطرق لبعض المفاهيم حول الصكوك المالية وخصائصها في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني سنتناول أهمية واهداف الصكوك المالية الإسلامية ، أما المطلب الثالث فخصصناه لأنواع الصكوك المالية الإسلامية وللفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية .

المطلب الأول : مفاهيم حول الصكوك المالية الإسلامية وخصائصها:

سنتطرق في هذا المطلب إلى التعريف بالصكوك المالية الإسلامية هذا بالنسبة للفرع الأول. أما في الفرع الثاني سنتناول خصائص الصكوك المالية الإسلامية.

الفرع الأول: تعريف الصكوك المالية الإسلامية:

لقد اختلفت تعاريف الصكوك المالية الإسلامية بين الباحثين ومن بين تعاريفها ما يلي :

- يقصد بالصكوك الإسلامية " تحويل مجموعة من الاصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في سوق الاوراق المالية مع مراعات ضوابط التداول "؛¹

- لقد عرفت الحفظة الإستثمارية بأنها "هي أوراق مالية ذات مدة قابلة للتداول تثبت ملكية حملتها لأصل مولد لدخل دوري " ². مصدر مذكرة غزال سطيف

- جاء في المعيار الشرعي رقم (17) من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الخاص بالصكوك الاستثمار كالاتي: "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية الاعيان وأو المنافع او الخدمات أو في موجودات المشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدئ استخدامها فيما أصدرت من اجله" ³

¹ - نوال بن عمارة ، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية ، مجلة الباحث ورقلة -الجزائر - العدد 09، 2010، ص 253

² - محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية"التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية(التوريق)، مجمع الفقه

الإسلامي الدولي، الشارقة،2009،ص02

³ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص238

من خلال التعاريف السابقة يمكننا صياغة التعريف التالي : "الصكوك المالية هي أداة مالية تعبر عن اصول مادية مقابل قيمتها قابلة للتداول وفق ضوابط معينة وتداول في سوق الاوراق المالية".

الفرع الثاني: خصائص الصكوك المالية الإسلامية :

من بين الخصائص التي تتميز بها الصكوك المالية الإسلامية ما يلي:

- 1- تصدر بفئات متساوية القيمة: بهدف التسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور ، ومن خلال الاسواق المالية؛¹
- 2- لها قيمة إسمية محددة : أي تصدر بقيمة إسمية محددة يحددها القانون ، وموضحة في نشرة الإصدار ؛
- 3- قابلة للتداول من حيث المبدأ: هنالك انواع من الصكوك قابلة للتداول ، مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة ، وأنواع غير قابلة للتداول ، مثل صكوك البيوع والسلم ؛
- 4- تمثل ملكية حصة شائعة في الاصول : فهي تمثل ملكية حاملها او مالكةا حصصا شائعة في اصولها لها دخل ، سواء كانت اعيانا أو منافع او خدمات او خليطاً منها او من الحقوق المعنوية ، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها ، وهذا ما يميزها عن السندات؛²
- 5- الاستحقاق الربح وتحمل الخسارة : بمعنى ان مالك الصك يشارك في (الغنم) حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ، ويتحمل الخسارة (المغرم) بنسبة ما يملكه من الصكوك ؛
- 6-عدم القابلية للتجزئة : بمعنى ان الصك لا يجزأ في مواجهة الشركة ، وفي حالة ايلولة الصك الواحد لشخصين او اكثر في حالة الميراث أو نحوها ، فإنه لابد من الاتفاق على أن يمثلهم امام الشركة شخص واحد ؛
- 7-تصدر على أساس عقد شرعي : أي تصدر على اساس عقود مشروعة ، التي تختلف تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها.

المطلب الثاني: أهمية واهداف الصكوك الإسلامية :

الفرع الاول: أهمية الصكوك المالية الإسلامية :

لقد ازدادت أهمية الصكوك المالية الإسلامية نتيجة للعديد من العوامل ومن ابرزها :

-إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام

الإسلامي؛

¹ محمد علي القرني، أحكام ضمان الصكوك وعوائدها، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة ، 2010ص:27

² يوسف بن عبد الله الشبلي ، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم والصكوك ، ندوة الصكوك الإسلامية ، جدة ، 2010،ص:09

- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة ، ومن ثم خفض معدلات التضخم ، وإتاحة الفرصة امام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛¹

- تلبية احتياجات الدولة في تمويل المشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على السندات الخزينة والدين العام؛²

- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومركزها المالي، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها،

- الصكوك اداة تساعد على الشفافية ، وتحسين بنية المعلومات في السوق ، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق؛³

ويتضح مما سبق ونتيجة لزيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتوسعها ، سيؤدي حتما إلى زيادة تداول الادوات المالية وتنشيط السوق المالية الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعا .

الفرع الثاني: أهداف الصكوك المالية الإسلامية :

تهدف عملية اصدار الصكوك الإسلامية اساسا إلى :

-تحسين القدرة الائتمانية والهيكلة التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث انها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا ؛

-تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل؛

-المساهمة في جمع رأسمال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين ، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في اسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأسمال المشروع.⁴

¹ نوال بن عمارة ، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية ، مجلة الباحث ورقلة -الجزائر - العدد 09، 2010 ص 253

² زياد الدماغ ، " دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي " ، المؤتمر العالمي "قوانين الأوقاف وإدارتها -وقائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية ، ماليزيا ، 20-22 أكتوبر 2009، ص:04

³ علاء الدين زعترى، "الصكوك - تعريفها، أنواعها"، ندوة علمية"الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية " عمان، المملكة الأردنية الهاشمية 18،19 جويلية 2010ص:12

⁴ مرجع سبق ذكره ص 254

المطلب الثالث: أنواع الصكوك المالية الإسلامية والفرق بينها وبين السندات:

الفرع الأول: أنواع صكوك المالية الإسلامية:¹

هنالك عدة أنواع للصكوك الإسلامية وقد حددها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأربعة عشر نوعاً من الصكوك التي تتوافق وضوابط الشريعة الإسلامية وفي ما يلي سنذكر أهمها وهي :

1. صكوك الإجارة : يمكن تعريفها على أنها أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة

أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع ، وتنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل: في صكوك ملكية الموجودات(الأعيان). و ملكية المنافع و ملكية الخدمات؛

2. صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك؛

3. صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك ؛

4. 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؛

5. 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 المحصول وفق ما حدده العقد؛

6. 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؛

7. صكوك الوكالة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة؛

8. صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك؛

9. صكوك المضاربة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية؛

10. صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

¹ سليمان ناصر ، ربيعة بن زيد -إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية ، مؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي عمان -الأردن - 2012-03-04

الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك والسندات:

في ما يلي سنعرض بين الصكوك والسندات من خلال ذكر أوجه الشبه والاختلاف فيما بينهما :

أ- أوجه الشبه: تتشارك الصكوك والسندات في النقاط التالية:

✓ تتفق الصكوك والسندات في ان كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، غرضها تمويل مختلف الجهات حكومية كانت أو شركات خاصة ، كما تتحكمان في حجم السيولة النقدية المتداولة ، فهما يلعبان دورا في استقرار الوضع الاقتصادي ، كما أنهما محددة المدة الزمنية ، عند انتهاء الفترة المعلنة عليها والغرض الذي أنشأت لأجله باستردادها أو إطفائها¹ ؛
✓ تصنيف كل من الصكوك والسندات ضمن الأوراق المالية المتدنية المخاطر وبالذات استقرار كبير² ، كونهما مضمونتان او مدعومتان بأصول مما يجعلهما ذوات جاذبية لأولئك الذين يريدون استثمار أموالهم لأجل طويل .

ب- أوجه الاختلاف: تختلف الصكوك عن السندات في النقاط التالية:

☒ الصك يمثل حصة معلومة في ملكية أصول مشروع استثماري، فحق صاحب الصك، عيني مرتبط بأصول المشروع أو الشركة بينما السند يمثل دينا في ذمة مصدره (جهة الإصدار)³؛
☒ ايراد الصكوك ليست بفوائد على القيمة الاسمية لها ، بل هي متأتية من عوائد النشاط الاستثماري لأصول الصكوك (استثمار الاموال المجمعة من عملية إصدار الصكوك) ، أو الإيراد من الاصول التي يملكونها (عملية تصكيك للأصول) ⁴ ، في حين للسندات حق دين نقدي ، يحصل حامها على فائدة مدفوعة ، مسبقا أو عند انتهاء اجله ؛
☒ من بين اهم الفروقات كون السندات أوراق مالية محرمة ، والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكله على أساس عقد شرعي وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي؛
☒ في موعد استحقاق السند يستحق مالكة للقيمة الاسمية المدفوعة عليه ، مضاف إليها الفوائد المحددة عنها مسبقا ، فهو لا يتأثر بالمركز المالي للمصدر ولا بنتائج اعمال الشركة ، باختلاف تأثير مالك الصك بنتائج أعمال المشروع ، فيتحمل الأخطار والخسائر المحتملة ، كما يشارك في الأرباح المحققة ، فعليه غرم المشروع كما له غنمه ؛

¹ حمزة الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010 ص4

² صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي -03 جوان 2009 ص 14

³ فؤاد محمد أحمد محسين ، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة 2009، ص18

⁴ محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص4

❏ ولكي نميز بين الصكوك التي هي اوراق مالية مبنية على أصول حقيقية ، وبين انواع السندات التقليدية (المدعومة بالأصول) التي تمثل قرضا في ذمة المصدر موثقا برهن وضمنا هو أصول الشركة ، ففي هذه الحالة الصكوك تصدر وفق أصول حقيقية في حين السندات المدعومة بالأصول، حق حاملها متعلق بذمة المصدر ، والاصول عبارة عن ضمان ورهن لحامل السند ، وهنا يبرز الفرق جليا في إنشاء كل من الورقتين الماليتين .

في ما يلي سنحاول تلخيص الاختلاف بين الصكوك والسندات :

جدول رقم (01): الفرق بين الصكوك والسندات .

السندات	الصكوك	
دين على المصدر	ليس دينا على المصدر ، وإنما حصة ملكية غير مجزئة في الملكيات المحددة ، المدعومة بالموجودات او القائمة بها او المشاريع التجارية .	الطبيعة
غير مطلوب	حد ادنى لنسبة معينة من الموجودات العينية	الموجودات
مطالبة الدائنين على كيان الافتراض والتميزات في بعض الحالات على الموجودات	ملكية المطلوبات على الموجودات المحددة او المشاريع التجارية .	المطلوبات
عموما السندات غير مضمونة إلا في حالات مثل الاوراق المالية المدعومة بالرهن ، ضمان التزامات الديون ، وشهادات صندوق الامانة	ضمان حقوق الملكية في الموجودات المعنية او المشاريع، بالإضافة إلى أي هيكل لتعزيز الضمانات الإضافية .	الأوراق المالية
مضمونان من قبل المصدر	غير مضمونين من قبل المصدر	المبلغ الاصيلي والعائد
سعر الفائدة	العائد من استثمار الاصول	مصدر العوائد
يمكن إصدارها لأي غرض	يجب إصدارها لأغراض التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة .	الغرض
أداة بيع الدين	لبيع في الملكية الخاصة في الموجودات و المشاريع	التداول في الاوراق المالية
مالكو السندات لا توجد لديهم أي مسؤوليات بالنسبة لظروف المصدر	المسؤولية عن واجبات محددة تتعلق بالموجودات المشروع يقتصر على مدى مشاركته في هذه المسألة	مسؤولية المالكين
قابل للتداول	يعتمد على طبيعة الأصول	قابلية التداول
منخفضة	يعتمد على طبيعة الأصول	درجة المخاطرة
مؤقتة	مؤقتة	المدة

المصدر: من إعداد الطالب باستعانة بما ذكرناه من أوجه الشبه والاختلاف

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع -

ما يميز هذا الموضوع أنه حديث الدراسة في العالم العربي وكذا قلة البحوث فيه باللغة العربية، على العكس البحوث الأجنبية خاصة بالنسبة المذكرات والأطروحات. و عليه سنحاول في ما يلي أن نقوم بعملية عرض، ونقد موجز لأهم الدراسات، والأبحاث ذات الصلة بموضوع الدراسة. حيث تم تقسيم الدراسات المتوصل لها حسب اللغة المحررة بها إلى مطلبين فخصص المطلب الأول لدراسات العربية، والمطلب الثاني لدراسات الأجنبية وفي كليهما تم ترتيبها حسب التسلسل الزمني من الأحدث إلى الأقدم. أما المطلب الثالث فكان بعنوان المقارنة بين الدراسات السابقة، والدراسة الحالية.

المطلب الأول : الدراسات العربية

☑ دراسة محمد غزال ، بعنوان : دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الاوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الوراق المالية الماليزية" ، الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 2013.

تهدف الدراسة لإبراز أهمية الصكوك المالية في تحريك الاقتصاد الماليزي ، وأثر أداء الصكوك المالية على اداء السوق الاوراق المالية للماليزيا . حيث كون الباحث عينة دراسته من الصكوك المصدرة في السوق المالية الماليزية ، وختارة ثلاث مؤشرات سنوية لقياس اداء السوق المالية الماليزية وختارة ثلاث مؤشرات شهرية خلال فترة المدروسة ولمعالجة الموضوع اعتمد على معطيات شهرية وسنوية للصكوك محل الدراسة .فحاول الباحث دراسة العلاقة بين حجم إصدار الصكوك بأداء المؤشرات العامة للسوق السنوية لقياس اداء سوق الاوراق الماليزي بطريقة معامل الانحدار من جهة، ودراسة أثر حجم الإصدار على المؤشر العام للسوق الاوراق الماليزي عن طريق معامل الارتباط من جهة أخرى .و درس الباحث قياس معامل الارتباط بين الصكوك الحكومية والص

كوك القطاع الخاص لتبيان مدى مساهمة القطاع الخاص في اصدار الصكوك المالية في السوق الماليزي ومدى ارتباط ذلك الإصدار بمؤشرات العامة للسوق فتوصل إلى هنالك علاقة قوية بين اصدار الصكوك المالية و مؤشرات العامة للسوق ، وأن القطاع الخاص كذلك في ازدياد مستمر في اصداره للصكوك المالية الإسلامية .

إلا أن الدراسة اقتصرت على سوق الاوراق المالية واحد وهو سوق الاوراق المالية للماليزيا فقط مما جعل مجال التعميم غير ممكن على باقي الاسواق المالية ، وهذا ما سنتطرق إليه في دراستنا.

☑ دراسة علي هلال البقوم بعنوان : الصكوك الإسلامية وآثارها الاستثمارية حالة تطبيقية (البحرين ،السعودية، الإمارات، السودان ، ماليزيا) هي عبارة عن مقال في مجلة الحجاز العالمية المحكمة للدراسات الإسلامية والعربية العدد الرابع ، الأردن ، أغسطس 2013،

هي دراسة تطبيقية تهدف الدراسة الارتباط أو أثر الصكوك الإسلامية على الاستثمار في دول العينة وهي (البحرين، السعودية، الإمارات، السودان، ماليزيا) وتحت نسبة معنوية (0.05) للأعوام من (2010/2001) وتوصلت الدراسة إلى ان للصكوك الإسلامية أثر واضح على حجم الاستثمار ولكن لم تتناول الدراسة مدى اثر اصدار الصكوك على السوق المالي المنتمية إليه وخاصة مؤشرها العام وهذا ما سنتناوله في بحثنا .

☒ دراسة ياسر المكحل وافتني مايا ، بعنوان "دور الصكوك الإسلامية في التمويل "التجربة البريطانية" خلال الفترة 2007 إلى 2012"، الدراسة عبارة عن ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامية ، المقام بجامعة اليرموك ، المملكة الأردنية الهاشمية ، 2013.

هدفت الدراسة إلى إبراز مدى التهافت الدول الغير الإسلامية إلى التعامل و الاعتماد على تمويلها من خلال الأدوات المالية الإسلامية وخاصة الصكوك المالية الإسلامية والغرض من ذلك جلب الاموال الخليجية لتمويل العجز الذي تعاني منه الدول الغير المسلمة . وهي دراسة نظرية ، حيث بين الباحثان مدى توسع والتطورات التي شهدتها بريطانيا في إصدارها للصكوك المالية الإسلامية ومدى انتشار البنوك الإسلامية والنوافذ الإسلامية خلال الفترة من 2007 إلى 2012. فتوصلت الدراسة إلى أن بريطانيا تحاول ان تكون القطب الجديد للصكوك المالية الإسلامية وان بريطانيا استفادت كثيرا من هذا التوجه الجديد .

لكن الباحثان درسا الموضوع من الجانب وصفهما لواقع الصكوك الإسلامية في بريطانيا فقط وفي بحثنا سنتطرق لدراسة مدى ارتباط إصدار الصكوك بالمؤشر العام للسوق بأدوات إحصائية .

☒ دراسة عبد النور علام ، بعنوان "دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام" دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية"، الدراسة عبارة عن مذكرة ماجستير ، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2012.

تهدف الدراسة لإبراز مكانة الصكوك المالية الإسلامية في تمويل المستدام للدول ولأسواقها المالية في كل من سوق المالي الماليزي وابرز الاسواق المالية الخليجية. وقد شملت عينة الدراسة الصكوك المالية المصدرة في الأسواق محل الدراسة خلال سنوات 2001 إلى غاية سنة 2012. ومن أجل معالجة الموضوع واختبار فرضياته اعتمد الباحث على اجراء مقارنات ، فاستخدم الوسط الحسابي، والانحراف المعياري على اجراء مقارنات بين الصكوك المالية المدرجة في السوق المالية الماليزية والصكوك المالية الإسلامية المدرجة في اسواق المالية الخليجية محل الدراسة وتمثلت هذه المقارنات من حيث : الإصدارات المحلية والدولية ، واصدار الصكوك السيادية والشبه السيادية وصكوك الشركات ، وقيمة وعملة الإصدار ، وأنواع الصكوك المصدرة ، وتمويل القطاعات وفقا لمعطيات سنوية . وفي الأخير خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تحقيق اداء مرتفع مقارنة بالسندات التقليدية . وأن سوق المالية

الماليزية اثبتت تفوقها على تجارب دول الخليج محل الدراسة خلال كامل المدة الزمنية للدراسة ويتوقع الباحث استمرار الهيمنة الماليزية على سوق الصكوك المالية الإسلامية في المستقبل كما يتوقع زيادة الاتجاه نحو الصكوك المالية الإسلامية .

فهذه الدراسة دراسة موضوع بحثنا لكن خلال الفترة 2001 إلى 2012 ونحن فترت دراستنا للموضوع خلا الفترة 2013/2001 وكذلك لم نتكلم عن مدى تأثير الصكوك بأزمة المالية العالمية 2008 وهذا ما سوف نتطرق إليه في بحثنا .

☑ دراسة نوال بن عمارة ، بعنوان " الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير اسوق المالية الإسلامية " ، الدراسة عبارة عن مقال في المجلة جامعة قاصدي مرباح-ورقلة -للعلوم الاقتصادية ،العدد التاسع ، الجزائر، 2011.

هي دراسة نظرية هدفت لتسليط الضوء على دور الصكوك المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير اداء الأسواق المالية الإسلامية ، وذلك من خلال التعرض لمجموعة من المفاهيم الأساسية كتعريف الصكوك المالية الإسلامية و أنواعها والتحديات التي تتعرض صناعة المالية الإسلامية وخاصة الصكوك المالية . ومن النتائج المتوصل لها أن الصكوك المالية الإسلامية اثرت بشكل مباشر في الرفع من اداء وتطور السوق المالية الإسلامية الدولية خاصة بعد الازمة المالية العالمية 2008 التي ادت إلى كثرة الطلب على الصكوك المالية الإسلامية نظرا لأدائها اثناء. وهذا ما سيتم اختباره في بحثنا من خلال فترة الدراسة 2007 إلى 2012 .

ما يعيب على الدراسة هو أنها أكتفت بالجانب النظري دون إجراء دراسة تطبيقية عليه، من أجل إختبار وتطبيق ما تم التطرق له في الجانب النظري على الواقع العملي.

المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية

☑ Sulistya rusgianto and nursilah ahmad " volatility behavior of sukuk market : an empirical analysis of the dow jones Citi group sukuk index" university sains Islam- Malaysia middle east journal of scientific research.2013

دراسة سلوك التقلبات للصكوك في السوق الأوراق المالية نتيجة تحليلات لمؤشر داو جونز صكوك سي تي غروب

هي دراسة تطبيقية تهدف إلى تحليل اداء مؤشر داون جونز وصكوك سي تي غروب خلال الفترة من 2007 إلى 2011 . سنوية وكذلك درست أزمة صكوك شركة نخيل وكيف اثرت سلبا على السوق دبي ومؤشر داون جونز للصكوك.

ومن أجل معالجة الموضوع واختبار فرضياته اعتمد الباحثان في دراستهما للعلاقة بين اداء الصكوك و المؤشر داون جونز للصكوك على الانحراف المعياري و معامل الارتباط

وخلصت الدراسة إلى ان هنالك علاقة قوية بين اداء الصكوك واداء السوق المالي وكذلك بين اداء الصكوك وأداء مؤشر داون جونز للصكوك وهو محل هذه الدراسة.

وفي هذه الدراسة لم تتناول اداء الصكوك والمؤشرات في ما بعد الأزمة المالية العالمية وهذا ما سنتناوله في بحثنا .

☑ ALSAEED ,KHALID ,SULAIMAN, "SUKUK ISSUANCE IN SAUDI ARABIA :RECENT TRENDS AND POSITIVE EXPECTATIONS" DURHAM THESES, DURHAM UNIVERSITY. Vol;2012.

دراسة سعيد خالد سلطان بعنوان اصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية الاتجاهات الحديثة وتوقعات إيجابية :

هي عبارة عن أطروحة دكتوراه من جامعة درهام ببريطانيا نوقشت في جوان 2012

هدف الدراسة هو إعطاء لمحة عامة حول الاتجاهات الحديثة لإصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية وتوقعات إيجابية في الفترة من 2004 إلى 2010، وذلك من خلال عرض حجم اصدار الصكوك وأنواعها و المجالات التي تصدر من أجلها الصكوك . وكذلك تعرض للتحديات التي تواجه صكوك المالية في المملكة العربية السعودية فالدراسة في مضمونها كانت عبارة عن دراسة نظرية تقريبا تملي مجموعة من النتائج الخصبه المتوصل إليها بخصوص هذا الموضوع. وقد اعترفت هذه الدراسات بالارتباط إصدار الصكوك بالمجال العقاري بالتحديد، وسلطت الضوء على المكاسب الكبيرة والتوقعات النمو الإيجابية لصناعة الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية.

هذه الدراسة لم تتضمن دراسة تحليلية إحصائية وكتفت بعرض حال اصدار الصكوك والتوقعات في المستقبل ، وهذا ما سنتفاده في دراستنا.

المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

بعد استعراضنا للدراسات السابقة التي تم إجرائها في مجال الدراسة نجد أنه هناك أوجه تشابه و أوجه اختلاف في عدت جوانب بين هذه الدراسات ومع دراستنا. أهمها ما يلي :

✓ معظم الدراسات تناولت الموضوع من الناحية النظرية ونحن في بحثنا هذا تناولنا الموضوع بأسلوب رياضية إحصائية لتبيان النتائج بدقة.

✓ أما بالنسبة للفترة الزمنية لدراسة فوجدنا اختلاف بين الدراسات فبعضها اختار زمن الازمة المالية العالمية وهو من 2007 إلى 2010 تقريبا وبعضها اختار سنة الأزمة 2008 والبعض الآخر اختار البدء من الفترة 1996 إلى 2012 وكل هذه الدراسات لم تصل لمعالجة سنة 2013 وهذا ما يميز دراستنا عنها.

✓ بالنسبة للعينة فمنهم من اختار دراسة عدة مؤشرات عامة للأسواق وقارن بينها ومنها ما اختار مؤشر واحد وقارنه بالصكوك المالية الإسلامية وكذلك منهم من اختار سوق مالي واحد لإجراء دراسته لكن في بحثنا اخترنا أربع مؤشرات عامة للأسواق محل الدراسة وأربع اسواق مختلفة.

مع كل هذه الاختلافات الموجودة بين هذه الدراسات إلا أنها أجمعت على استنتاج واحد وهو أن للصكوك المالية الإسلامية دورا هام في الأسواق المالية المنتمية لها وكذلك بعض الدراسات بينت تأثر الصكوك المالية الإسلامية بالأزمة المالية العالمية ، وهذا ما سيتم اختباره على مجتمع دراستنا.

خلاصة الفصل:

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الأدبيات النظرية فتم التطرق لمجموعة من المفاهيم المتعلقة بالصكوك المالية الإسلامية من تعريفها وخصائصها، وكذا أهميتها وأهدافها ، بالإضافة إلى أنواعها والفرق بينها وبين السندات ، ويمكن تخيص أهم النقاط والنتائج التي تم التوصل لها من خلال هذا المبحث فيما يلي :

1- تعتبر الصكوك المالية هي أداة مالية تعبر عن اصول مادية مقابل قيمتها قابلة للتداول وفق ضوابط معينة وتداول في سوق الاوراق المالي ؛

2- تختلف الصكوك المالية الإسلامية عن السندات في عدة جوانب أهمها انها أداة ملكية بينما السندات اداة دين ،وان حامل الصك يتحمل الربح والخسارة بينما صاحب السند له فوائد ثابتة ؛

3- تعتبر الصكوك المالية من ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية و هي أداة حديثة؛

4- نظرا للخصائص التي تمتاز بها الصكوك المالية الإسلامية فإنها لقية رواجاً منقطع النظر وفي وقت قياسي خاصة بعد الازمة المالية العالمية وتبنتها حتى الدول الغير إسلامية لتمويل عجزها ومشاريعها ولتنشيط اقتصاداتها ؛

-أما المبحث الثاني فكان بعنوان الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلال استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة، عيبتها، طريقة المعالجة، وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل لها وفي نهاية كل دراسة تم إعطاء نقد، أو إبراز إحدى الجوانب المهملة في الدراسة والتي سيتم تغطيتها في دراستنا. و من ثم إبراز أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الدراسات فيما بينها، ومع دراستنا.

الفصل الثاني:

الجانب التطبيقي للدراسة

تمهيد :

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالصكوك المالية الإسلامية ، والتطرق لأهميتها و أهدافها ولخصائصها ، وكذلك تطرقنا إلى الفروقات التي تميز الصكوك عن السندات التقليدية ، وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل اختبار مدى تطابق الجانب النظري من الفرضيات مع الواقع العملي. والمقارنة بين نتائج الدراسات السابقة ونتائج دراستنا. ذلك من خلال دراستنا لفاعلية الصكوك الإسلامية في الاسواق المالية وبالتحديد اثر إصدار الصكوك على المؤشر العام لكل سوق من الاسواق المالية المدروسة .

وللإلمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة، وطريقة جمع وتلخيص المعطيات. التعريف بمتغيرات الدراسة، كيفية قياسها. والأدوات الإحصائية والقياسية، والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة. كما سيتم عرض، وتحليل، وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين التاليين :

المبحث الأول: الطريقة والأدوات**المبحث الثاني: تحليل وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية****المبحث الأول: الطريقة والأدوات**

قبل الشروع في موضوع دراستنا. نوضح بعض جوانب الدراسة والمتمثلة في مجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها، وكيفية قياسها. وكذا الأدوات الإحصائية المستعملة كل هذا سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين.

المطلب الأول : الطريقة:

يحتوى هذا المطلب على ثلاثة فروع الأول يتناول مجتمع وعينة الدراسة، أما الثاني فتتعلق فيه لطريقة جمع وتلخيص المعطيات، بينما الفرع الثالث تم فيه تحديد متغيرات الدراسة، وكيفية قياسها.

الفرع الأول: اختيار مجتمع وعينة الدراسة

تألف مجتمع دراستنا من أربعة أسواق مالية، حيث روعي في اختيارنا لمجتمع الدراسة كل من التنوع الجغرافي للأسواق المالية، وتصنيفها العالمي من حيث حجم إصدارها للصكوك الإسلامية، ومدى توفر المعلومات حولها. فتم اتخاذ المؤشرات الرئيسية لهذه الأسواق المالية وإصداراتها للصكوك عينة لدراستنا. فبذلك تم تشكيل عينة شملت أربعة أسواق مالية. والجدول التالي يبين مؤشرات العامة للأسواق المعنية بدراستنا :

الجدول رقم (02) : الأسواق المالية قيد الدراسة ومؤشراتها العامة

السوق	المؤشر	العملة الأساسية للمؤشر
سوق المالي الماليزي	KLCI	الرنجت الماليزي
سوق المالي الإماراتي	NBAD	الدرهم الإماراتي
سوق المالي السعودي	NCFEI	الريال السعودي
سوق المالي البحريني	MASI	الدينار البحريني

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات المواقع الإلكترونية التالية :

<http://www.bahrainbourse.net>

<http://www.tadawul.com.sa>

- <http://www.sc.com.my>

<http://www.cbb.gov.bh>

<http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/default.aspx>

الفرع الثاني: طريقة جمع، وتلخيص المعطيات

1. طريقة جمع المعطيات:

بغرض تنفيذ أهداف الدراسة، واختبار فرضياتها تم جمع المعطيات اللازمة لها عن طريق ما يلي:
تتمثل المعطيات اللازمة للدراسة في أسعار الإغلاق للمؤشر العام للأسواق المالية محل الدراسة، وحجم الإصدارات السنوية للصكوك المالية لهذه الأسواق، والمعلومات الخاصة بالمؤشرات التي تم الحصول عليها عن طريق المواقع الإلكترونية التالية:

– بالنسبة لأسعار الإغلاق للمؤشرات تم الحصول عليها من المواقع الإلكترونية التالي:

- <http://www.bahrainbourse.net>
- <http://www.tadawul.com.sa>
- <http://www.sc.com.my>
- <http://www.cbb.gov.bh>
- <http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/default.aspx>

– بالنسبة لإصدارات الصكوك للأسواق محل الدراسة تم الحصول عليها من المصادر والمواقع الإلكترونية التالي:

- ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009
- International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st Edition, Bahraine, 2009.
- Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013.
- <http://www.sc.com.my>
- <http://www.zawya.com/sukuk>

2. تلخيص المعطيات المجمعة:

تنتقل هذه الدراسة من جمع المعطيات الأسواق المالية محل الدراسة، وتتمثل هذه المعطيات تحديدا في أسعار الإغلاق الخاصة بهذه المؤشرات العامة لهذه الأسواق وكذا حجم إصداراتها للصكوك طوال مدة الدراسة (2013/2001).

الفرع الثالث: تحديد متغيرات الدراسة، وكيفية قياسها

المتغير التابع:

يتمثل في قيمة المؤشر العام لكل سوق مالي من أسواق العينة،

هي متغير كمي ولقياسه في دراستنا هذه التجانا للمعلومات التاريخية الخاصة به، والمتمثلة في أسعار الإغلاق السنوية أي اليوم الاخير من شهر ديسمبر من كل سنة 12/31 /.... خلال فترة الدراسة 2013/2001.

المتغير المستقل:

يتمثل في حجم إصدار الصكوك لكل سوق مالي من أسواق العينة هي متغير كمي ولقياسه في دراستنا هذه التجانا للمعلومات التاريخية الخاصة بها، والمتمثلة في قيمة الإصدارات السنوية للصكوك أي اليوم الاخير من شهر ديسمبر من كل سنة 12/31 /.... خلال فترة الدراسة 2013/2001.

المطلب الثاني: الأدوات

من أجل الإجابة عن إشكاليات الدراسة واختبار فرضياتها تم استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية والمتمثلة في:

- الأدوات الإحصائية المستعملة :

- t-Statistic إحصائية: يعبر هذا المؤشر عن اختيار قيمة معامل من المعاملات، أي هل المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع أم لا، بصفة عامة إذا كان $t > 2$ فإن هناك احتمالاً قدره 22% بأن نقبل $H1$ ونرفض $H0$ ، أي أن المتغير المفسر له دور في تفسير تغيرات المتغير التابع؛

- الاحتمال Probability: هذا المؤشر يمكننا من قبول أو رفض إحدى الفرضيتين، بصفة عامة فإذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05 فهذا معناه قبول $H1$ ورفض $H0$ ؛

- معامل الانحدار R: هذا المؤشر يقيس جودة النموذج، فيما يخص مدى ارتباط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج. $R < 1 > 0$ ، فكلما اقتربت من 1، كلما كان النموذج ذو دقة عالية، وإذا كان $R < 0.6$ فالنموذج جيد.

- معامل الانحدار المعدل R2: هذا المؤشر يستعمل إذا كان عدد المقدرات في النموذج أكبر من أو تساوي 9 فهو في هذه الحالة

يكون أدق من R لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي العام، الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين المتغير التابع Yt والمتغيرات المستقلة Xkt وصيغة النموذج كالتالي:

$$Yt = B0 + B1X1t + B1X2t + \dots + BKXKt + U$$

$$T = 1 \dots n$$

$$K = 1 \dots m$$

Ut : متغير عشوائي يسمى حد الخطأ (القيمة المقدرة لحد الخطأ).

BK : قيمة معاملات الانحدار العام.

$BkH0 = 0$: أي المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغير التابع $H0$.

$BkH1 \neq 0$: أي المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغير التابع $H1$

- ومن أجل حساب ماسبق تم استعانة بالبرامج التالية: - برنامج SPSS - برنامج الجداول الإلكترونية 2010 Microsoft Excel؛

المبحث الثاني : تحليل وتفسير، ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

مهدف من هذا التطبيق التقرب أكثر من الواقع واختبار ما تم الوصول إليه في الجانب النظري وفرضيات الدراسة. والمقارنة بين النتائج التوصل لها ونتائج الدراسات السابقة بمعنى إيضاح ما يلي:

- ✓ مدى فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية وتحديد مدى تأثير إصدارات الصكوك على المؤشر العام للأسواق المالية المنتمية إليها؛
- ✓ مدى تأثير الصكوك المالية الإسلامية بالأزمة المالية العالمية 2008.

المطلب الأول : نتائج الدراسة التطبيقية

سنعرض من خلال هذا المطلب نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها، وتلخيصها، ومعالجتها في ما سبق.

الفرع الأول : أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق :

نحاول في هذه النقطة دراسة الارتباط بين الإصدارات الكلية السنوية للصكوك مع مؤشر العام لكل سوق من الأسواق الأوراق المالية المعنية بدراستنا، وذلك بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS؛

أولاً: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزي:

وتمكن هذه الدراسة إبراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير على أحد أهم وأقدم المؤشرات المالية في ماليزيا، وهو COMPOSIT INDICE وهذا حتى نخرج بنتائج تساعد على فهم ما هو دور الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية.

بفرض أن: SUK GLOB إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية لكل سنة من سنوات الدراسة في ماليزيا.
- IND COMP المؤشر العام لسوق الأوراق الماليزي لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر من كل سنة من سنوات الدراسة.

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H0 : المتغير المفسر SUK GLOB ليس له علاقة بالمتغير التابع COMP IND.

H1 : المتغير المفسر SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع COMP IND.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للبورصة الماليزية COMP IND

المتحصل عليهما للفترة الممتدة من 2001 إلى 2013 المبينة في الملحق رقم (03) تحصلنا على النتائج المبينة في الملحق رقم (08) والتي لخصناها في الجدول التالي

الجدول رقم (03): ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام لسوق المال الماليزي:

IND	900,92	0,01	SUKGLOB
COMP =	2	0.000	
T =	11,951	6,087	
R =	0.888		
R2 =	0,787		
F =	37,051		
Sig =	0.000	100%	

المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج SPSS و الاعتماد على الملحق رقم : (03).

يتبين من خلال هذا النموذج أن العلاقة طردية بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الماليزي

INDICE COMPOSIT وأن العلاقة قوية بينهما، ويظهر ذلك من خلال:

- t-statistic: المتغير المستقل أكبر من 2، أي أن احتمال قدره 95% لقبول H1 ورفض H0.

- قيمة الاحتمال أقل من 0.05، هذا يعني قبول H1 ورفض H0.

- الإحصائية F كبيرة وتساوي 37,051 .

- دلالة صحة النموذج SIG - تساوي 0.000. بمعنى صحة قيام نموذج بين المتغير المستقل الصكوك الإسلامية للفترة

2013/ 2001 ومؤشر أسعار سوق العام الماليزي لنفس الفترة مقبول بنسبة % 100 أي يمكن الاعتماد على

هذا النموذج لقياس أثر الصكوك الإسلامية على مؤشر العام لسوق الماليزي.

وعليه يدل النموذج على وجود ارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية ومؤشر العام لسوق المال الماليزي، وهو ارتباط

قوي ويقدر بـ 88% (R 0.888)، في حين أن العلاقة بين المتغيرين جيدة وتقارب R2 %79.

ثانيا: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الإماراتي:

وتمكن هذه الدراسة إبراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير المؤشر العامل للأسواق المالية الإماراتية ، وهو NBAD INDICE وهذا حتى نخرج بنتائج تساعد على فهم ما هو دور الصكوك في الأسواق المالية.

بفرض أن: SUK GLOB إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية في الإمارات.

NBAD IND المؤشر العام للسوق المالي الإماراتي لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر.

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H0 : المتغير المفسر SUK GLOB ليس له علاقة بالمتغير التابع NBAD IND.

H1 : المتغير المفسر SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع NBAD IND .

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للسوق المالي الإماراتية NBAD INDICE المتحصل عليهما للفترة الممتدة من 2001 إلى 2013 المبينة في الملحق رقم (04) تحصلنا على النتائج المبينة في الملحق رقم (07) والتي لخصناها في الجدول التالي :

الجدول رقم (04): ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي الإماراتي:

<u>NBAD IND =</u>	<u>1516,196</u>	<u>0,761</u>	<u>SUKGLOB</u>
<u>T =</u>	<u>0,601</u>	<u>1,138</u>	-
<u>R =</u>	<u>0,339</u>	-	-
<u>R2 =</u>	<u>0,115</u>	-	-
<u>F =</u>	<u>1,296</u>	-	-
<u>Sig =</u>	<u>0,282</u>	<u>82%</u>	-

المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج SPSS والاعتماد على الملحق رقم : (04) .

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق الإماراتي NBAD IND ، وما يؤكد ذلك :

- t-statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض H1 وقبول H0 .

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض H1 وقبول H0 .

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 1.296 .

- كلا من R , R2 , sig تساوي 11% , 33% , 82% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة ضعيفة لهذا النموذج.

ثالثا: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية السعودي:

وتمكن هذه الدراسة ابراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير على المؤشر العامل للأسواق المالية السعودية ، وهو INDICE NCFEI وهذا حتى نخرج بنتائج تساعد على فهم ما هو دور الصكوك في الأسواق المالية.

بفرض أن: **SUK GLOB** إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية في السعودية.

IND NCFEI المؤشر العام للسوق المالي السعودي لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر.

وباستخدام برنامج **SPSS** يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H0 : المتغير المفسر **SUK GLOB** ليس له علاقة بالمتغير التابع **IND NCFEI**.

H1 : المتغير المفسر **SUK GLOB** له علاقة بالمتغير التابع **IND NCFEI**.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للسوق المالي السعودي **IND NCFEI** المتحصل عليهما للفترة الممتدة من 2001 إلى 2013 المبينة في الملحق رقم (05) تحصلنا على النتائج المبينة في الملحق رقم (10) والتي لخصناها في الجدول التالي:

الجدول رقم (05): ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي السعودي :

<u>NCFEI IND =</u>	<u>7245,039</u>	<u>0,074</u>	<u>SUKGLOB</u>
<u>T =</u>	<u>5,124</u>	<u>0,298</u>	-
<u>R =</u>	<u>0,094</u>	-	-
<u>R2 =</u>	<u>0,09</u>	-	-
<u>F =</u>	<u>0,089</u>	-	-
<u>Sig =</u>	<u>0.771</u>	<u>23%</u>	-

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام برنامج **SPSS** والاعتماد على الملحق رقم: (05).

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق السعودي **IND NCFEI** ، وما يؤكد ذلك :

- **t-statistic** للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض **H1** وقبول **H0** .

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض **H1** وقبول **H0** .

- الإحصائية **F** صغيرة جدا وتساوي 0.089 .

- كلا من **R** , **R2** , **sig** تساوي 9% , 9% , 23% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة ضعيفة جدا لهذا النموذج.

رابعا: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية البحرين:

وتمكن هذه الدراسة ابراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية البحرين ، وهو **INDICE BSE** وهذا حتى نخرج بنتائج تساعد على فهم ما هو دور الصكوك في الأسواق المالية.

بفرض أن: **SUK GLOB** إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية في البحرين.

IND BSE المؤشر العام لأسعار للسوق المالي البحريني لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر.

وباستخدام برنامج **SPSS** يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

H0 : المتغير المفسر **SUK GLOB** ليس له علاقة بالمتغير التابع **IND.BSE**

H1 : المتغير المفسر **SUK GLOB** له علاقة بالمتغير التابع **IND BSE**.

وبلاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام **IND BSE** للسوق المالي البحريني المتحصل عليهما للفترة

الممتدة من 2001 إلى 2013 المبينة في الملحق رقم (06) تحصلنا على النتائج المبينة في الملحق رقم (09) والتي لخصناها في

الجدول التالي

الجدول رقم (06) :ملخص دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق المالي البحريني :

<u>BSE IND=</u>	<u>1953,184</u>	<u>-0,264</u>	<u>SUKGLOB</u>
<u>T =</u>	<u>7,36</u>	<u>-1,19</u>	-
<u>R =</u>	<u>0,352</u>	-	-
<u>R2 =</u>	<u>0,124</u>	-	-
<u>F =</u>	<u>1,415</u>	-	-
<u>Sig =</u>	<u>0.262</u>	<u>74%</u>	-

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام برنامج **SPSS** والاعتماد على الملحق رقم (06).

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق الإماراتي **NCFEI IND** ، وما

يؤكد ذلك :

- **t-statistic** للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض **H1** وقبول **H0** .

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض **H1** وقبول **H0** .

- الإحصائية **F** صغيرة جدا وتساوي 1,415 .

- كلا من **R** , **R2** , **sig** تساوي % 35, % 12 , % 74 وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة ضعيفة لهذا النموذج.

الفرع الثاني : نتائج دراسة تأثير إصدارات الصكوك بالأزمة المالية العامية 2008 :

من أجل اختبار تأثير الصكوك المالية الإسلامية بالأزمة المالية العالمية 2008 اعتمدنا على البيانات التاريخية لإصدارات الصكوك في كل الاسواق المالية محل الدراسة واستخدمنا رسومات بيانية اعتمادا على برنامج Microsoft Excel 2010 ولأجل تحليل هذا الاختبار اعتمدنا على الرسم البياني التالي:

الرسم بياني رقم (01): حجم إصدارات الصكوك في أسواق المالية المدروسة خلال الفترة 2013/2001:



المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج Excel 2010 والاعتماد على الملحق رقم : (01).

نلاحظ من خلال الرسم البياني رقم (01) والمنحنيات التالية لإصدارات الصكوك في الأسواق المالية محل الدراسة

انه :

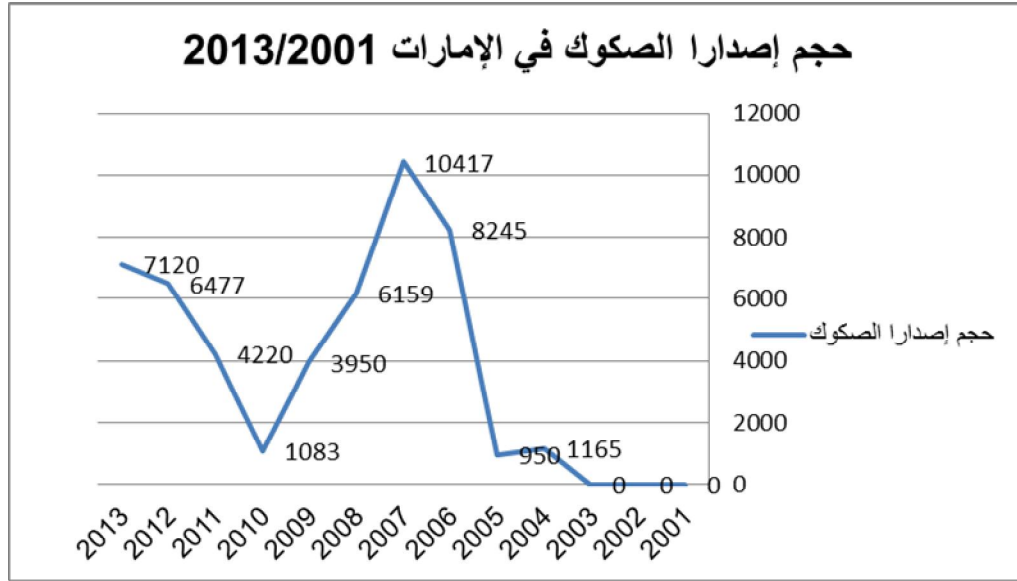
الرسم البياني رقم (02) : حجم إصدارات الصكوك في ماليزيا 2013/2001:



المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج Excel 2010 والاعتماد على الملحق رقم : (03).

1- نلاحظ من خلال الرسمين البيانيين رقم (01) ورقم (02) ان حجم إصدارات الصكوك في ماليزيا خلال العام 2008 انخفض بشكل حاد إلى 5897 مليون دولار بعد ان كان في سنة 2007 : 26529 ولكنه سرعان ما عاود ارتفاعه إلى 12477 مليون دولار سنة 2009 ليواصل ارتفاعاته القياسية حيث بلغت ذروتها سنة 2012 لتصل إلى 102020 مليون دولار وهذا ما يثبت تأثر إصدارات الصكوك الماليزية بالازمة المالية العالمية 2008 و وهذا ما يثبت كذلك ان إصدارات الصكوك الماليزية استعادت عافيتها بعد الأزمة

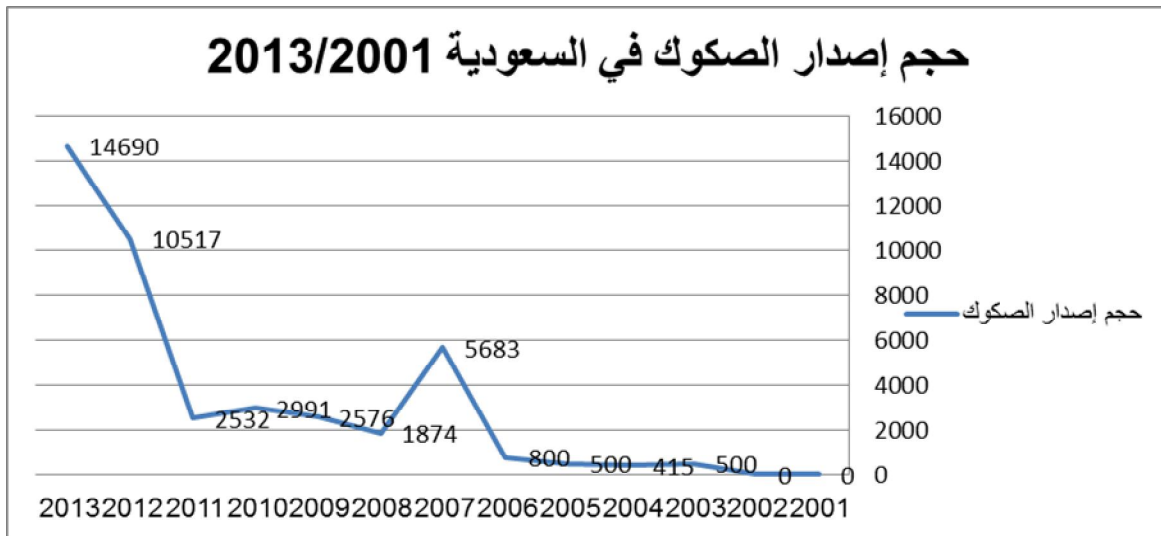
الرسم البياني رقم (03) : حجم إصدارات الصكوك في الإمارات 2013/2001:



المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج Excel 2010 والاعتماد على الملحق رقم : (04).

2- نلاحظ من خلال الرسمين البيانيين رقم (01) ورقم (03) ان حجم إصدارات الصكوك في الإمارات خلال العام 2008 انخفض إلى 6159 مليون دولار بعد أن كان قد بلغ سنة 2007 : 10417 مليون دولار لتعاود تعافيتها سنة 2009 لتبلغ حجم الإصدارات من الصكوك 3950 مليون دولار ولتبع ذروتها سنة 2013 حيث بلغت 7120 مليون دولار وهذا ما يؤكد تأثرها بالأزمة المالية العالمية 2008 وتعافيتها بعد مرورها .

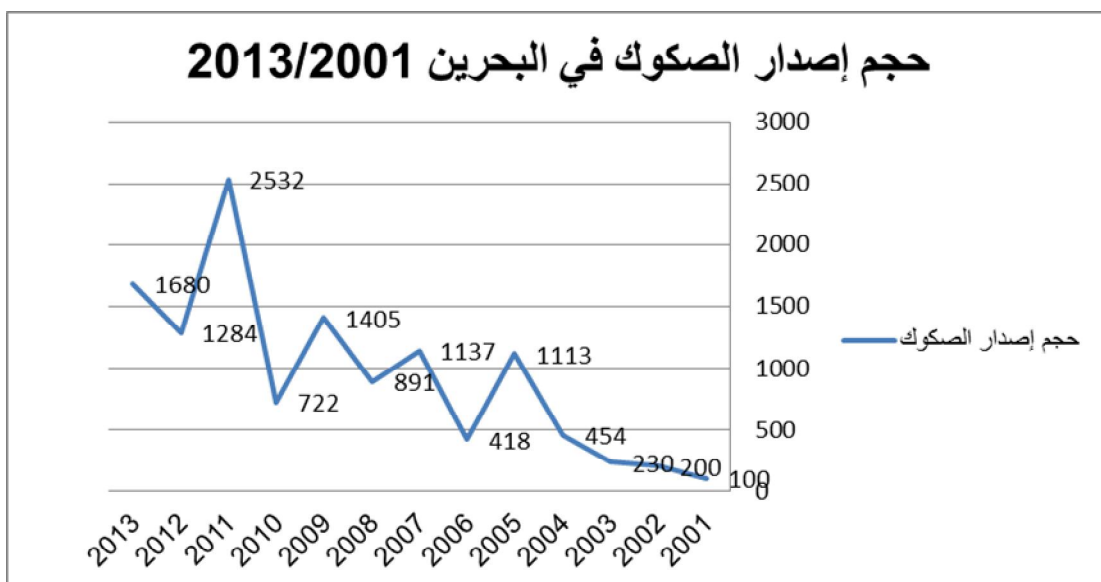
الرسم البياني رقم (04) : حجم إصدارات الصكوك في السعودية 2013/2001:



المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج Excel 2010 والاعتماد على الملحق رقم : (05).

3- نلاحظ كذلك من خلال الرسمين البيانيين رقم (01) ورقم (04) ان حجم إصدارات الصكوك في السعودية انخفض إلى 1874 مليون دولار بعد ان كان سنة 2007 قد بلغ 5683 مليون دولار لتستعيد عافيتها سنة 2009 حيث بلغت 2076 مليون دولار وتبلغ ذروتها سنة 2013 بقيمة 14690 مليون دولار وهذا ما يؤكد تأثرها بالازمة المالية العالمية 2008 و يؤكد كذلك تعافيتها من الازمة .

الرسم البياني رقم (05) : حجم إصدارات الصكوك في البحرين 2013/2001:



المصدر : من إعداد الطالب باستخدام برنامج Excel 2010 والاعتماد على الملحق رقم : (06).

4- نلاحظ كذلك من خلال الرسمين البيانيين رقم (01) ورقم (05) ان حجم إصدارات الصكوك في البحرين انخفض إلى 891 مليون دولار بعد ان كان 1137 مليون دولار لتستعيد عافيتها سنة 2009 حيث بلغت الإصدارات 1405 مليون دولار لتصل إلى ذروتها سنة 2011 حيث بلغ حجم إصدارات الصكوك 2532 مليون دولار وهذا ما يؤكد تأثر إصدارات الصكوك البحرينية باللازمة المالية العالمية 2008 ويثبت كذلك تعافيتها بعد الازمة.

المطلب الثاني: تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية

لقد توصلنا في المطلب السابق لمجموعة من النتائج سيتم في هذا المطلب تحليلها، وتفسيرها، و انطلاقا من مخرجات التحليل و التفسير سيتم اختبار صحة فرضيات الدراسة. وفي الأخير يتم مناقشة النتائج المتوصل لها مع نتائج الدراسات السابقة.

الفرع الأول : تحليل، وتفسير أثر إصدار الصكوك على المؤشر العام للسوق :

من خلال دراستنا للعلاقة التي تربط إصدار الصكوك بأداء المؤشر العام لكل سوق من أسواق المدروسة حيث درسنا معامل الارتباط وقسنا جودة العلاقة بين المتغيرين حيث كان المتغير التابع هو المؤشر العام للسوق اما المتغير المستقل فكان حجم إصدار الصكوك وباستعمالنا للبرنامج الإحصائي SPSS بالاعتماد الجداول رقم (03) رقم (04) و رقم (05) ورقم (06) حصلنا على النتائج التي هي مبينة في الملحق رقم (07) ورقم (08) ورقم (09) ورقم (10) والتي اختصرناها في الجدول رقم (03) ورقم (04) ورقم (05) ورقم (06) ؛

ومن خلال النتائج المتحصل عليها مما سبق لاحظنا

- t -statistic: المتغير المستقل أكبر من 2، أي أن احتمال قدره 95% لقبول $H1$ ورفض $H0$.

- قيمة الاحتمال أقل من 0.05، هذا يعني قبول $H1$ ورفض $H0$.

- الإحصائية F كبيرة وتساوي 37,051 .

- دلالة صحة النموذج SIG - تساوي 0.000. بمعنى صحة قيام نموذج بين المتغير المستقل الصكوك الإسلامية للفترة

2001/ 2013 ومؤشر أسعار سوق العام الماليزي لنفس الفترة مقبول بنسبة % 100 أي يمكن الاعتماد على

هذا النموذج لقياس أثر الصكوك الإسلامية على مؤشر العام لسوق الماليزي

.أما في حالة السوق المالي الإماراتي لاحظنا أنه:

يتضح من خلال هذا النموذج أنه توجد علاقة ضعيفة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق الإماراتي

IND ، وما يؤكد ذلك :

- t -statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض $H1$ وقبول $H0$.

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض $H1$ وقبول $H0$.

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 1.296 .

- كلا من R , R^2 , sig تساوي 33% , 11% , 82% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة ضعيفة لهذا النموذج.

وكذلك في السوق السعودي حيث لاحظنا التالي:

يتضح من خلال هذا النموذج أنه توجد علاقة ضعيفة جدا بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق السعودي

$NCFEI IND$ ، وما يؤكد ذلك :

- t -statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض $H1$ وقبول $H0$.

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض $H1$ وقبول $H0$.

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 0.089 .

- كلا من R , R^2 , sig تساوي 9% , 9% , 23% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة ضعيفة جدا لهذا النموذج.

كذلك نفس الامر ينطبق على السوق المالي البحريني حيث لاحظنا :

يتضح من خلال هذا النموذج أنه توجد علاقة ضعيفة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق الإماراتي

$NCFEI IND$ ، وما يؤكد ذلك :

- t -statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض $H1$ وقبول $H0$.

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض $H1$ وقبول $H0$.

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 1,415 .

- كلا من R , R^2 , sig تساوي 35% , 12% , 74% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة ضعيفة لهذا النموذج.

التفسير:

● اداء المؤشر العام للسوق له علاقة وطيدة بإصدار الصكوك المالية في حال إذا كان السوق يعتمد بشكل كبير على الصكوك المالية الإسلامية مثل ماليزيا حيث سجلت قيمة السوقية للمالية الإسلامية مقترنة بالمالية التقليدية نسبة 56% اما في الدول التي لا تعتمد على الادوات المالية الإسلامية، وبالخصوص الصكوك المالية الإسلامية فبالضرورة لا تكون للصكوك المالية الإسلامية أثر على مؤشرها العام للسوق، لأن المؤشر العام للسوق يعكس أداءه أداء جميع ما يتداول في السوق، فكلما زاد نسبة الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالي زاد تأثيرها على المؤشر العام للسوق أي أنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين فكلاما ارتفع حجم إصدارات الصكوك في السوق زاد تأثيرها على أداء المؤشر العام للسوق وعلى أداء السوق ككل والعكس تماما في حالة انخفاض .

من خلال ما سبق نستنتج بأن :

- للصكوك المالية الإسلامية أثر إيجابي على مؤشر العام للسوق المالي وعلى السوق المالي ككل نظرا لما تمتاز به من خصائص و لأدائها عالي في كافة الاسواق المالية التي تنتمي إليها ؛
 - لكن درجة تأثيرها على المؤشر العام للسوق يعتمد على نسبة سيطرتها على السوق المالي وتواجدها فيه؛
 - للصكوك المالية الإسلامية أثر إيجابي على اقتصاديات الدول التي تعتمد عليها في تمويلها
- وهذا ما يؤكد صحة القسم الاول للفرضية الرئيسية والفرضيتين الاولى والثانية الفرعيتين وهي :

فرضية الرئيسة: كلما زاد حجم واداء الصكوك المالية الإسلامية أثر ذلك إيجابا على اداء السوق المالي ككل والعكس بالعكس ؛

الفرضية الفرعية الاولى : كلما زاد حجم إصدارات الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالية ازاد أداء المؤشر العام لذلك السوق والعكس بالعكس ؛

الفرضية الفرعية الثانية :توجد علاقة طردية بين اصدار الصكوك ومؤشر العام للسوق المالي .

الفرع الثاني: تحليل، وتفسير النتائج المتعلقة بدراسة أثر الأزمة المالية على الصكوك المالية الإسلامية

من خلال الجداول رقم (01) ومن خلال الرسوم البيانية رقم (01)ورقم (02) ورقم (03) ورقم (04) ورقم (05) الخاصة بأداء إصدارات الصكوك المالية الإسلامية خلال فترة الدراسة 2013/2001 نلاحظ ان جميع الاسواق التي درسناها تأثرت بالأزمة المالية العالمية 2008 وبالتالي تأثرت الصكوك المالية بذلك أيضا وهذا ما يفسره التالي :

نلاحظ ان حجم إصدارات الصكوك في ماليزيا خلال العام 2008 انخفض بشكل حاد إلى 5897 مليون دولار بعد ان كان في سنة 2007 : 26529 ولكنه سرعان ما عاود ارتفاعه إلى 12477 مليون دولار سنة 2009

ونلاحظ ان حجم إصدارات الصكوك في الإمارات خلال العام 2008 انخفض إلى 6159 مليون دولار بعد أن كان قد بلغ سنة 2007 : 10417 مليون دولار لتعاود تعافيتها سنة 2009 لتبلغ حجم الإصدارات من الصكوك 3950 مليون دولار

ونلاحظ كذلك ان حجم إصدارات الصكوك في السعودية انخفض إلى 1874 مليون دولار بعد ان كان سنة 2007 قد بلغ 5683 مليون دولار لتستعيد عافيتها سنة 2009 حيث بلغت 2076 مليون دولار

ونلاحظ كذلك ان حجم إصدارات الصكوك في البحرين انخفض إلى 891 مليون دولار بعد ان كان 1137 مليون دولار لتستعيد عافيتها سنة 2009 حيث بلغت الإصدارات 1405 مليون دولار

مما سبق نلاحظ أن كل أسواق التي درسناها تأثرت بالأزمة المالية العالمية وكذلك تأثرت حجم لإصدارات الصكوك المالية المنتمة إليها ومن هنا نستنتج ان هنالك علاقة طردية بين أداء الأسواق المدروسة و حجم الإصدارات للصكوك المالية الإسلامية .

التفسير :

من خلال النتائج المتوصل إليها في الدراسة التطبيقية ومن خلال ما ذكرناه سابقا نفسر ذلك بأن خصائص الأزمة المالية العالمية 2008 هي أزمة نقص السيولة، وبالتالي المشتري للصك يجب ان يدفع مقابلها سيولة، وهذا ما أدى إلى تراجع بشكل عام في شراء الصكوك المالية الإسلامية وبالتالي اثر ذلك على عرض وإصدار الصكوك المالية الإسلامية، وبذلك لم تختلف الصكوك الإسلامية في تأثرها بالأزمة المالية العالمية عن الادوات التمويل التقليدية خاصة السندات لأن كلاهما تكون مقابل سيولة والازمة أصلا هي ازمة سيولة بالدرجة الاولى.

من خلال ما سبق نستنتج بأن:

- الأزمة المالية العالمية أثرت على الصكوك المالية الإسلامية ولكن تعافت بعد مرور الازمة .
- و هذه ما يثبت صحة القسم الثني من الفرضية الرئيسية وكذلك الفرضية الثالثة الفرعية :

-تأثرت الصكوك المالية الإسلامية بشكل واضح بالأزمة المالية العالمية.

-الفرضية الثالثة : الصكوك المالية الإسلامية لم تستطع الصمود أمام الازمة المالية العالمية 2008 ولكن سرعان ما تعافت منها.

المطلب الثالث : مناقشة نتائج الدراسة

بعد قيامنا بعملية تحليل وتفسير واختبار لفرضيات الدراسة استخلصنا مجموعة من النتائج، وسنقوم الآن بمناقشتها ومقارنتها بما توصلت له الدراسات السابقة.

1. للصكوك المالية الإسلامية أثر إيجابي على مؤشر العام للسوق المالي نظرا لما تمتاز به من خصائص و لأدائها عالي في كافة الاسواق المالية التي تنتمي إليها: وهذه النتيجة تتفق مع نتائج كل من دراسة (دراسة محمد غزال، 2013) التي بينت أن للصكوك المالية الإسلامية أثر إيجابي على السوق المالي ومؤشرها العام مبينا ذلك عبر دراسته للتجربة الماليزية. وتتفق مع دراسة (دراسة علي هلال البقوم ، 2013) التي توصلت إلى أن للصكوك المالية الإسلامية أثر إيجابي على السوق المالي كما لها اثر على حجم الاستثمار . ودراسة (دراسة نوال بن عمارة، 2011) التي توصلت إلى مجموعة من النتائج أظهرت أن لأداء الصكوك الإسلامية اثر كبير على اداء الأسواق وبتالي ستأثر على اداء المؤشرات العامة لهذه الاسواق.

2. درجة تأثيرها على المؤشر العام للسوق وقوة علاقتها به يعتمد على نسبة سيطرهما على السوق المالي وتواجدها فيه: وهذه النتيجة تتفق وتؤيد ما توصلت له كل من دراسة (Sulistya rusgianto and nursilah ahmad ، 2013) التي توصلت إلى أنه هنالك علاقة قوية بين الصكوك المالية المؤشرات الأسواق التي تتواجد فيها مستدلان على ذلك بعلاقة مؤشر dow jones Citi group sukuk index وتأثره بتقلبات الصكوك في سوق دبي المالي خاصة حالة صكوك شركة نخيل سنة 2010.

3. الأزمة المالية العالمية أثرت على الصكوك المالية الإسلامية ولكن تعافت بعد مرور الازمة : وهذه النتيجة تتفق مع النتيجة التي توصلت لها دراسة (دراسة ياسر المكحل وافتني مايا ، 2013) التي بينت بأن الصكوك المالية تأثرت بالأزمة المالية العالمية لكن سرعان ما تعافت وصارت مصدر جذب للاستثمارات واستدلا بالتجربة البريطانية .

4. للصكوك المالية الإسلامية اثر إيجابي على اقتصاديات الدول التي تعتمد عليها في تمويلها : وهذه النتيجة تتماشى مع ما توصلت له دراسة (SULAIMAN KHALID ALSAEED، 2012) والتي أوضحت بأن للصكوك الإسلامية اثر على اقتصاديات الدول التي تعتمد على الصكوك في تمويلها و استدل بذلك بحالة السعودية التحوط من مخاطر الصرف عموما يسمح للمستثمر الأمريكي، باستفادة من التنويع الدولي. وتتفق مع دراسة (دراسة عبد النور علام ، 2012) والتي بينت بأن للصكوك أثر إيجابي على دول الدراسة وركز الباحث على نجاح التجربة الماليزية، وهذه النتيجة تتفق مع النتيجة التي توصلت لها دراسة (دراسة علي هلال البقوم ، 2013) والتي توصلت إلى أن للصكوك المالية أثر على الحجم الاستثمارات في الدول المدروسة وتتفق مع دراسة (دراسة ياسر المكحل وافتني مايا ، 2013) حيث توصلت الدراسة إلى أن بريطانيا استفادت كثيرا من التوجه الجديد لها نحو الاستثمار في الصكوك الإسلامية.

من خلال مناقشتنا لنتائج دراستنا مع نتائج الدراسات السابقة يتبين لنا بأن كل الدراسات السابقة تتفق على فعالية الصكوك المالية الإسلامية وعلى ان لها اثر على الأسواق التي تتواجد فيها، وعلى مؤشرات العاملة لهذه الأسواق، لكن دائما درجة التأثير تعتمد على حجم الصكوك في هذه الأسواق. والتفتت كذلك على تأثير الصكوك الإسلامية بالأزمة المالية العالمية 2008.

خلاصة الفصل:

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من دراستنا، وكان الهدف منه تطبيق ما تم التوصل له في الجانب النظري واختبار مدى تطبيقه مع الواقع العملي، واختبار صحة فرضيات الدراسة التي تم وضعها هذا من جهة. ومن جهة أخرى المقارنة بين نتائج دراستنا والدراسات السابقة.

فبدأنا أولاً بوضع الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من طريقة وأدوات جمع المعلومات، التي يمكن من خلالها التوصل للمعطيات وتلخيصها ومعالجتها. وكذا تحديد عينة الدراسة، ومتغيراتها. وبعد هذه الخطوة قمنا بعرض وتحليل، وتفسير النتائج التي توصلت لها دراستنا انطلاقاً من المعطيات التي تم تلخيصها، ومعالجتها. ومن ثم اختبار فرضيات الدراسة ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل لها في هذا الفصل كالتالي:

- 1- للصكوك المالية الإسلامية اثر على الأسواق المتواجدة فيه ؛
- 2- فعالية الصكوك الإسلامية وقوة اثرها على المؤشرات العامة للأسواق المالية يعتمد على حجمها في هذه الأسواق ؛
- 3- الصكوك المالية الإسلامية تأثرت بالأزمة المالية العالمية 2008 ولكن تعافت بعد مرورها ؛

الـخاتمة

تناولنا في هذه الدراسة موضوع فعالية الصكوك الإسلامية في السوق المالي وتحديد تأثير إصدار الصكوك الإسلامية على أداء المؤشر العام للسوق المالي ، فحاولنا أن نناقش هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة التي تمحورت حول مدى تأثير الصكوك الإسلامية على الاسواق المالية وعلى مؤشراتهما العامة ومدى تأثير الصكوك باللازمة المالية العالمية 2008. من خلال الفصلين النظري والتطبيقي. نلخص دراستنا في الآتي :

تعتبر الصكوك المالية الإسلامية من الأدوات المستحدثة في الاقتصاد المالي الإسلامي ومن ابتكارات المهندسة المالية الإسلامية وهي أداة استحدثت لتحل بديلا للسندات التقليدية والأدوات المالية التقليدية عموما وتكون وفق الضوابط الشرعية إصدارا وتدولا حيث يكون تحمل الخسارة مساويا لاستحقاق الربح ؛

وحيث ان الصكوك المالية أثبتت جداتها في التعافي السريع في من الازمة المالية العالمية ولم تتورط فيها -اي لم تكن من اسباب الازمة- فهذا جعلها موضع ثقة المستثمرين ووجهتهم المفضة في استثمار أموالهم ،وحتى الدول الغير المسلمة بعد الازمة أصبح وجهتها الجديدة نحو تبني الاقتصاد الإسلامي والأدوات المالية الإسلامية و بالتحديد الصكوك المالية السالمية؛

كما تعد ماليزيا تجربة رائعة ونموذجا يحتذى به في مجال المالية الإسلامية عموما وفي الصكوك المالية خصوصا حيث أصبح سوقها المالي يعتمد على الادوات المالية الإسلامية مناصفة مع الادوات المالية التقليدية وهذا مما ساهم كثيرا في اقتصادها فهي من النماذج التي بنت اقتصادها على المالية الإسلامية ؛

كما توصلت الدراسة إلى وجود لأثر إيجابي لإصدار الصكوك الإسلامية على مؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية KLCOMPOSITE INDICE، مما زاد في فعالية السوق ككل .

في حين خلصت الدراسة إلى ان هنالك علاقات بين الضعيفة أو الضعيفة جدا بالنسبة للأسواق المالية الاخرى (الإماراتية والسعودية والبحرينية) نظرا لقلة الإصدارات بالنسبة لأدوات المالية التقليدية في هذه الاسواق، ولأن المؤشر العام يعكس أداء جميع الاداوة المتداولة في السوق فلذلك نلاحظ بان هنالك علاقة طردية بين قوة العلاقة بين الصكوك المالية والسوق المالي والمؤشر العام للسوق وبين حجم إصدارات الصكوك في هذه الاسواق ،فكلما زادة إصدارات الصكوك زادة تأثيرها على أداء السوق المالي وعلى أداء

اختبار الفرضيات:

لقد قامت دراستنا على أربعة فرضيات، التي فيما يلي سيتم اختبارها:

بخصوص الفرضية الأولى و التي تنص على أن : كلما زاد حجم إصدارات الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالية ازيد أداء المؤشر العام لذلك السوق والعكس بالعكس، وان الصكوك الإسلامية تأثرت بشكل واضح باللازمة المالية العالمية 2008 حيث بعد دراستنا للارتباط بين المتغيرين وهما حجم إصدارات الصكوك الإسلامية واداء المؤشر العام للأسواق محل الدراسة خلال فترة الدراسة 2013/2001 تبين لنا ان هنالك علاقة جيدة بين إصدارات الصكوك المالية المؤشر العام للسوق

هذا في حالة السوق المالي الماليزي ووجدنا ان العلاقة ضعيفة في بقية الاسواق المدروسة وتبين لنا ان حجم إصدار الصكوك أثر على قوة العلاقة

اما في ما يخص تأثير أداء وإصدار الصكوك المالية الإسلامية بالأزمة المالية العالمية 2008 فإننا اعتمدنا على منحنيات بيانية ورسومات بيانية حيث اظهرت جميع المنحنيات التأثير الواضح للصكوك المالية الإسلامية بالأزمة حيث تبين ذلك من حيث الانخفاض الحاد لإصدارات الصكوك في كافة الأسواق المدروسة بما فيها السوق المالي الماليزي.

أما فيما يخص الفرضية الأولى الفرعية والتي تنص على أن: كلما زاد حجم إصدارات الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالية ازيد أداء المؤشر العام لذلك السوق والعكس بالعكس توصلنا لإثباتها من خلال دراسة الارتباط بين حجم إصدارات الصكوك واداء المؤشر العام للأسواق محل دراستنا وتوصلنا إلى انه هذه العلاقة صحيحة في حالة وجود اصدارات كبيرة.

أما بخصوص الفرضية الثانية الفرعية والتي تنص على أن: توجد علاقة طردية بين اصدار الصكوك ومؤشر العام للسوق المالي أثبتنا صحة هذه العلاقة بمن خلال دراسة الارتباط بين المتغيرين وأضفنا انه كلما زادة حجم الإصدارات للصكوك زادة قوة العلاقة واستنتجناه من خلال التجربة الماليزية كذلك تم إثباتها من خلال المقارنة بين النتائج المتوصل لها في الدراسات السابقة، ونتائج دراستنا.

أما بخصوص الفرضية الثالثة الفرعية والتي تنص على أن الصكوك المالية الإسلامية لم تستطع الصمود أمام الازمة المالية العالمية 2008 ولكن سرعان ما تعافت منها فإننا اثبتنا هذه الفرضية وفق المنحنيات والرسوم البيانية تبين تأثير الصكوك المالية الإسلامية بالازمة المالية العالمية 2008 لكن تعافت بشكل سريع من الأزمة وهذا من سنة 2009 في كافة اسواق المدروسة وتنامت بعد ذلك بمعدلات قياسية .

نتائج البحث

1. يؤدي زيادة إصدار الصكوك المالية الإسلامية إلى زيادة اداء السوق المالي التي تنتمي إليها ؛
2. أن هنالك علاقة طردية بين زيادة إصدارات الصكوك وزيادة اداء المؤشر العام للسوق واداء السوق العام بشكل ؛
3. الصكوك المالية تأثرت باللازمة المالية 2008 لكن ما لبثت ان قامه من كبوتها مباشرة ابتداء من سنة 2009 في كافة الأسواق المالية محل دراستنا ؛
4. الصكوك المالية الإسلامية تحسن من الاقتصاديات الدول التي تعتمد عليها في تمويلها لمشاريعها التنويع الدولي يحسن من خصائص المحفظة المالية؛
5. تتمتع الصكوك الإسلامية بمرونة عالية، وذلك لإمكانية إصدارها في جميع الجوانب الاقتصادية(تجارية، صناعية، خدمية، زراعية.) ولتعافيتها السريع من الازمة المالية العالمية 2008 ،ولذلك اصبحت مصدر جذب للاستثمارات وللأموال ،خاصة الدول التي تعاني من العجز المالي وحتى الدول الغير الإسلامية وجدت فيها الاداة المثلى للنهوض من أزمتها المالية .
6. توجد علاقة طردية بين إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية ؛

التوصيات

بعد تناول موضوع اثر إصدار الصكوك المالية الإسلامية بأداء السوق المالي والمؤشر العام السوق المالي. وبعد استخلاصنا لنتائج البحث وإثبات صحة الفرضيات، يمكننا اقتراح جملة من التوصيات:

1- تبني التجربة الماليزية واتخاذها نموذجا في الاستثمار في المالية الإسلامية لكل بلد يريد الاستثمار في هذا المجال بالنسبة للبلدان الإسلامية بشكل أوكد ؛

2- بذل جهد إعلامي وترويجي لثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية من طرف هيئات مراقبة عمليات أسواق الأوراق المالية على أن الصكوك منتج جديد منفصل بحد ذاته عن باقي الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية للبلدان الإسلامية، لاستقطاب الأموال الهاربة من التعامل في الأدوات المالية التقليدية، تكون كبديل لها، وذلك من خلال تقديم مؤشرات عن سوق الصكوك على غرار مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مما ينشط سوق التداول، وينعكس بالإيجاب على أسواق الإصدارات.

3- العمل مع مجامع الفقه والهيئات المالية الإسلامية لإيجاد الطرق الشرعية والوسائل الكفيلة لتطوير إصدار وتداول الصكوك؛
4- تشجيع الحكومات الإسلامية لجميع القطاعات الاقتصادية الخاصة منها أو العامة على إصدار الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال تبني لسياسة ضريبية تحفيزية لهذه الشركات المصدرة، وتوفير الغطاء القانوني بإصدار التشريعات تواكب التطورات الحاصلة في هذا المجال، واستمرار تقديم الدعم التقني لمن يريد إصدار الصكوك ؛

5- ضرورة إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، نظرا لما توفره من حماية وضبط للمعاملات واستقرار لها؛

6- ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى حتى تلعب الدور المخول لها؛

7- إنشاء مؤشرات تقيس وتعكس أداء أدوات المالية الإسلامية بالتحديد الصكوك المالية الإسلامية ليتسنى للمستثمر معرفة ادق التفاصيل عن مجريات الاحداث التي عليها الصكوك المالية الإسلامية ؛

8- ضرورة إنشاء مؤسسة بحثية تمويلها مختلف الجهات الحكومية والخاصة، لتطوير منتجات الصكوك الإسلامية، تواكب التطورات الجديدة في الاقتصاد العالمي ولكل يكون لها مناعة من التقلبات الاقتصادية التي يشهدها الاقتصاد العالمي

آفاق الدراسة :

إن موضوع الصكوك المالية الإسلامية والتحديات التي تواجهها يعد من المواضيع المهمة في المجال المالي عموما والمالية الإسلامية خصوصا، والتي حظيت -ولازالت- باهتمام الكثير من المستثمرين دولا وافرادا وخبراء المال والمحللين الماليين والباحثين في مجال المالية الإسلامية، والتي لا تزال تحتاج إلى دراسات ونتائج من شأنها توضيح فكرة الاستثمار في الصكوك المالية الإسلامية، فهذه الدراسات تعرف ندرة كبيرة في الأبحاث ولاسيما في الجامعة الجزائرية نظرا لعدم وجود سوق مالي جزائري وقلّة البنوك المالية الإسلامية فضلا عن القوانين التي تنظم هذا النوع من الأدوات المالية الإسلامية من هنا تتضح أهمية هذه المواضيع، فمن آفاق هذه الدراسة ما يلي :

- 1- القيام بدراسة نفس الموضوع مع دول الغير إسلامية نقترح بريطانيا نموذجا؛
- 2- دراسة أثر الصكوك بالنسبة للاقتصاديات الدول والحكومات التي تعتمد بشكل كبير على الصكوك المالية الإسلامية في تمويلها ونقترح تجربة دولة الإمارات وتحديدًا إمارة دبي؛
- 3- دراسة اثر الصكوك على المؤسسات الخاصة قبل وبعد تبنيها التمويل بالصكوك المالية الإسلامية تبني المؤسسة لسلوك البيئي على قيمة أسهمها السوقية؛
- 4- دراسة اثر إصدار الصكوك على جذب واستقطاب الاستثمارات المباشرة والغير المباشرة.

قائمة المصادر والمراجع

أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية

1 البحوث الجامعية:

I - مذكرات الماجستير :

1. دراسة محمد غزال ، بعنوان دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الاوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الوراق المالية الماليزية"، الدراسة عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماجستير -غير منشورة-، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 2013 للتحميل :

<http://www.univsetif.dz/MMAGISTER/images/facultes/SEG/2013/2013/ghaze>

<http://www.univsetif.dz/MMAGISTER/images/facultes/SEG/2013/2013/ghaze/med.pdf> تاريخ الإطلاع 2014/05/26

2. دراسة عبد النور علام ، بعنوان "دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام" دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية"، الدراسة عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير -غير منشورة-، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2012.

للاطلاع 2014/05/26 <http://www.univ-setif.dz>

II المقالات المنشورة :

1. محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، _
2. محمد علي القرني، أحكام ضمان الصكوك و عوائدها، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة ، 2010
3. يوسف بن عبد الله الشبلي ، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم والصكوك ، ندوة الصكوك الإسلامية ، جدة ، 2010
4. زياد الدماغ ، " دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي " ، المؤتمر العالمي "قوانين الأوقاف وإدارتها - وقائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية ، ماليزيا ، 20-22 أكتوبر 2009
5. علاء الدين زعتري، " الصكوك - تعريفها، أنواعها"، ندوة علمية "الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية" عمان، المملكة الأردنية الهاشمية 18، 19 جويلية 2010
6. سليمان ناصر ، ربيعة بن زيد -إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية ، مؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي عمان -الأردن -06-07-08-أكتوبر 2012
7. حمزة الفعر ضمانات الصكوك بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض جامعة الملك عبد جدة، 24-26 ماي 2010
8. صافية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي -03 جوان 2009

9. فؤاد محمد أحمد محسين ، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية "التوريق"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة 2009

10. للتحميل والاطلاع على جميع التقارير السابقة: 2014/05/20 <http://iefpedia.com/arab>

III المجالات :

1. دراسة علي هلال البقوم بعنوان : الصكوك الإسلامية وآثارها الاستثمارية حالة تطبيقية (البحرين ،السعودية، الإمارات، السودان ، ماليزيا) هي عبارة عن مقال في مجلة الحجاز العالمية المحكمة للدراسات الإسلامية والعربية ،العدد الرابع ، الأردن ،أغسطس 2013

للإطلاع 2014/05/20 <http://www.islamicbankingmagazine.org>

2. دراسة نوال بن عمارة ، بعنوان " الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير اسوق المالية الإسلامية "، الدراسة عبارة عن مقال في المجلة جامعة قاصدي مرباح-ورقلة -للعولم الاقتصادية ،العدد التاسع ، الجزائر، 2011 متوفرة على الموقع تاريخ الإطلاع 2014/03/02: <http://rcweb.luedld.net/rc9/A921.pdf> والتحميل

ثانيا: المراجع والمصادر وباللغة الأجنبية:

I المذكرات :

1- ALSAEED, KHALID, SULAIMAN, "SUKUK ISSUANCE IN SAUDI ARABIA :RECENT TRENDS AND POSITIVE EXPECTATIONS" DURHAM THESES, DURHAM UNIVERSITY. Vol;2012.

http://www.academia.edu/4750640/Durham_ETheses_Sukuk_Issuance_in_Saudi_Arabia_Recent_Trends_and_Positive_Expectations 2014/04/25 للتحميل

II المقالات المنشورة :

1- Sulistya rusgianto and nursilah Ahmad " volatility behavior of sukuk market: an empirical analysis of the Dow Jones Citi group sukuk index" university sains Islam- Malaysia Middle East journal of scientific research.2013
-<http://www.questia.com/library/p61736/the-middle-east-journal> 25/04/2014

IV الجرائد والمجلات :

- ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009
- <http://www.zawya.com/sukuk/report/> 23/05/2014 : للتحميل
- International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st Edition, Bahraine, 2009.
-25/05/2014 للتحميل
<http://www.iifm.net/user/login?destination=/documents/iifm-sukuk-report> :
- Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, 22/05/2014
-<http://thomsonreuters.com/financial/islamic-finance/> للإطلاع:
- THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013.
<http://www.zawya.com/middle-east/sukuk/perception-and-forecast-study/2013/>
للإطلاع
- Central Bank of Bahrain AnnualReport:**
2001,2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011. 2012.2013 للتحميل
:- http://www.cbb.gov.bh/ar/page_1.php?p=reports_and_papers
الإطلاع: 2014/05/05 تاريخ
- SCA AnnualReports :
2001,2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011. 2012.2013 :
- <http://www.sca.gov.ae/Arabic/Publications/Pages/Reports.aspx> 05/05/2014
للتحميل

. Securities Commission of Malaysia:

AnnualReports:2001,2002,2003,2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,
2012,2013

- <http://www.sc.com.my/home/sc-annual-report/> /2014/04/20 : تاريخ الإطلاع : للتحميل

- Annual Reports tadawul, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009:
2012, 2013, 2010

- <http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Publication/PDF/> 22/05/2014 : للتحميل

ثالثا : المواقع الإلكترونية

1- <http://www.gulfbase.com/ar/news/227204> - تاريخ الإطلاع 2014/05/03

- http://www.bahrainbourse.net/bhb/default_ar.asp?language=ar

2- <http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/default.aspx> هيئة الأوراق المالية والسلع سوق الإمارات للأوراق

المالية

3- <http://www.arabic.aaofii.com/ar> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

4- <http://www.tadawul.net/forum/showthread.php?t=19> منتدى التداول للسوق المال السعودي

5- http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8x

Bz9CP0os3g_A-

ewIE8TIwP3gDBTA08Tn2Cj4AAvY_dQA_3gxCL9gmXHRQB0Zc_U/

السوق الأوراق المالية السعودية تداول

6- <http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/ReportCenter.aspx> LVM/ مركز التقارير لهيئة الأوراق

7- المالية والسلع سوق الإمارات للأوراق المالية

8- <http://www.sc.com.my/?s=REPORT&submit=Submit> هيئة الأوراق المالية الماليزية

9- <http://www.bltagi.com/ar/> موقع الدكتور محمد البلتاجي

10- <http://iefpedia.com/arab/> موقع موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي

11- <http://www.alwasatnews.com/82/news/category/BUS/1.html> صحيفة الوسط

12- <http://www.gulfbase.com/ar/research-reports/gcc-market-2>

http://www.cbb.gov.bh/ar/page_1.php?p=statistical_bulletin البنك المركزي البحرين

قائمة

الملاحق

الملحق رقم (01) : جدول يمثل إجمالي الإصدارات الصكوك السنوية للأسواق المالية الأربعة: ماليزيا، الإمارات، السعودية والبحرين بالقيمة خلال الفترة 2001 الى 2013 :

الوحدة: مليار دولار أمريكي

السنوات	ماليزيا	الإمارات	السعودية	البحرين
2001	680	0	0	100
2002	761	0	0	200
2003	4073	0	500	230
2004	4957	1165	415	454
2005	7311	950	500	1113
2006	15060	8245	800	418
2007	26529	10417	5683	1137
2008	5897	6159	1874	891
2009	12477	3950	2576	1405
2010	40079	1083	2991	722
2011	58236	4220	2532	2532
2012	102020	6477	10517	1284
2013	82400	7120	14690	1680

ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

: على بالاعتماد الطالب اعداد من المصدر

-International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009.

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013

. Securities Commission of Malaysia:

AnnualReports:2001,2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011.

2012.2013

-<http://www.tadawul.com.sa>

- <http://www.sc.com.my>

[-http://www.cbb.gov.bh](http://www.cbb.gov.bh)

الملحق رقم (02) : جدول يمثل اسعار الإغلاق في 12/31/... من كل سنة للمؤشرات العامة للأسواق المالية كل من ماليزيا والإمارات
والسعودية والبحرين خلال الفترة 2001 الى 2013 :

البحرين BSE	السعودية NCFEI	الإمارات NBAD	ماليزيا KLSE	
1761,5	2430,11	2430,11	696,02	2001
1821,49	2518,08	2518,08	646,32	2002
1336,83	4437,58	1657,24	793,94	2003
1773,65	8206,23	3251,57	907,43	2004
2195,8	16712,64	6839,97	899,43	2005
2217,58	7933,29	4031,01	1096,24	2006
2755,27	11038,66	6016,21	1445,03	2007
1804,07	4802,99	2552,23	876,78	2008
1458,24	6121,75	2771,56	1272,78	2009
1432,26	6620,75	2655,32	1518,91	2010
1143,69	6417,73	2341,42	1530,73	2011
1065,61	6801,22	2561,22	1688,95	2012
1248,86	8535,6	4313,56	1872,52	2013

ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009. : على بالاعتماد الطالب اعداد من : المصدر

-International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009.

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013

. Securities Commission of Malaysia:

AnnualReports:2001,2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011.
2012.2013

[-http://www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)

- <http://www.sc.com.my>

[-http://www.cbb.gov.bh](http://www.cbb.gov.bh)

الملحق رقم (03) : الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق المالي الماليزي خلال الفترة

: 2013/2001

المتغير التابع قيمة المؤشر	المتغير المستقل حجم الصكوك المصدرة	
value of the index	value of Sukuk issuance	Years
696,02	680	2001
646,32	761	2002
793,94	4073	2003
907,43	4957	2004
899,43	7311	2005
1096,24	15060	2006
1445,03	26529	2007
876,78	5897	2008
1272,78	12477	2009
1518,91	40079	2010
1530,73	58236	2011
1688,95	102020	2012
1872,52	82400	2013

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم (01) ورقم (02)

الملحق رقم (04) : الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق الإماراتي خلال الفترة

: 2013/2001

المتغير التابع قيمة المؤشر	المتغير المستقل حجم الصكوك المصدرة	
value of the index	value of Sukuk issuance	Years
2430,11	0	2001
2518,08	0	2002
1657,24	0	2003

1165	3251,57	2004
950	6839,97	2005
8245	4031,01	2006
10417	6016,21	2007
6159	2552,23	2008
3950	2771,56	2009
1083	2655,32	2010
4220	2341,42	2011
6477	2561,22	2012
7120	4313,56	2013

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (01) ورقم (02)

الملحق رقم (05) : الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك واسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق المالي السعودي خلال الفترة

: 2013/2001

value of Sukuk issuance	value of the index	Years
0	2430,11	2001
0	2518,08	2002
500	4437,58	2003
415	8206,23	2004
500	16712,64	2005
800	7933,29	2006
5683	11038,66	2007
1874	4802,99	2008
2576	6121,75	2009

2991	6620,75	2010
2532	6417,73	2011
10517	6801,22	2012
14690	8535,6	2013

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (01) ورقم (02)

الملحق رقم (06) : الجدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك وأسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق المالي البحريني خلال الفترة
: 2013/2001

value of Sukuk issuance	value of the index	Years
100	1761,5	2001
200	1821,49	2002
230	1336,83	2003
454	1773,65	2004
1113	2195,8	2005
418	2217,58	2006
1137	2755,27	2007
891	1804,07	2008
1405	1458,24	2009
722	1432,26	2010
2532	1143,69	2011
1284	1065,61	2012
1680	1248,86	2013

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (01) ورقم (02)

الملحق رقم (07): إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع NBAD index

Emirats market

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	2430, ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : 0,

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,339 ^a	,115	,026	3487,222

a. Valeurs prédites : (constantes), 2430,

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1	Régression	15755680,615	1	15755680,615	1,296	,282 ^b
	Résidu	121607141,052	10	12160714,105		
	Total	137362821,667	11			

a. Variable dépendante : 0,

b. Valeurs prédites : (constantes), 2430,

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	1516,196	2522,455		,601	,561
	2430,	,761	,669	,339	1,138	,282

a. Variable dépendante : 0,

الملحق رقم (08): إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع index composite

Malaisie market

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	680, ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : 696,

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,887 ^a	,787	,766	191,765	1,618

a. Valeurs prédites : (constantes), 680,

b. Variable dépendante : 696,

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.	
1	Régression	1362486,575	1	1362486,575	37,051	,000 ^b
	Résidu	367736,342	10	36773,634		
	Total	1730222,917	11			

a. Variable dépendante : 696,

b. Valeurs prédites : (constantes), 680,

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	
	A	Erreur standard	Bêta			
1	(Constante)	900,922	75,388		11,951	,000
	680,	,010	,002	,887	6,087	,000

a. Variable dépendante : 696,

الملحق رقم (09): إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع BSE index

Bahrine market

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	100, ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : 1762,

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,352 ^a	,124	,036	498,185	1,122

a. Valeurs prédites : (constantes), 100,

b. Variable dépendante : 1762,

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.	
1	Régression	351289,846	1	351289,846	1,415	,262 ^b
	Résidu	2481881,821	10	248188,182		
	Total	2833171,667	11			

a. Variable dépendante : 1762,

b. Valeurs prédites : (constantes), 100,

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	1953,184	265,383		,000
	100,	-,264	,222	-,352	-,190

a. Variable dépendante : 1762,

الملحق رقم (10): إجمالي الصكوك من 2001 إلى 2013 مع NCFEI index

Saudia market

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	0, ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : 2430,

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,094 ^a	,009	-,090	3790,543	1,492

a. Valeurs prédites : (constantes), 0,

b. Variable dépendante : 2430,

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.	
1	Régression	1279986,747	1	1279986,747	,089	,771 ^b
	Résidu	143682125,919	10	14368212,592		
	Total	144962112,667	11			

a. Variable dépendante : 2430,

b. Valeurs prédites : (constantes), 0,

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	7245,039	1413,985		,000
	0,	,074	,249	,094	,298

a. Variable dépendante : 2430,

I

قائمة المصادر والمراجع

البحوث الجامعية :

أ- مذكرات الماجستير :

1. دراسة محمد غزال ، بعنوان دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الاوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الوراق المالية الماليزية" ، الدراسة عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماجستير، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 2013.

2. دراسة عبد النور علام ، بعنوان "دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام" دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية" ،الدراسة عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير ، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2012.

III المقالات المنشورة :

2- محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية"التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك

الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، موقع التحميل:

3- محمد علي القرني ، أحكام ضمان الصكوك والعوائدها، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة ، 2010

4- يوسف بن عبد الله الشبلي ، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم والصكوك ، ندوة الصكوك الإسلامية ، جدة ، 2010

5- زياد الدماغ ، " دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي" ، المؤتمر العالمي "قوانين الأوقاف وإدارتها -وقائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية ، ماليزيا ، 20-22 أكتوبر 2009

6- علاء الدين زعتري، " الصكوك - تعريفها، أنواعها"، ندوة علمية"الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية" عمان، المملكة الأردنية الهاشمية 18، 19 جويلية 2010

7- سليمان ناصر ، ربيعة بن زيد -إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية ، مؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي عمان -الأردن -06-07-08-أكتوبر 2012

8- حمزة الفعر ضمانات الصكوك بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض جامعة الملك عبد جده، 24-26 ماي 2010

9- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي -03 جوان 2009

10- فؤاد محمد أحمد محسين ، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة 2009

11- للتحميل والاطلاع على جميع التقارير السابقة: <http://iefpedia.com/arab> 2014/05/20

IV المجالات :

3. دراسة علي هلال البقوم بعنوان : الصكوك الإسلامية وآثارها الاستثمارية حالة تطبيقية (البحرين ،السعودية،

الإمارات، السودان ، ماليزيا) هي عبارة عن مقال في مجلة الحجاز العالمية المحكمة للدراسات الإسلامية والعربية

العدد الرابع ، الأردن ، أغسطس 2013

للإطلاع <http://www.islamicbankingmagazine.org> 2014/05/20

4. دراسة نوال بن عمارة ، بعنوان " الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير اسوق المالية الإسلامية "، الدراسة عبارة عن مقال في المجلة جامعة قاصدي مرباح-ورقلة -للمعلوم الاقتصادية، العدد التاسع، الجزائر، 2011 متوفرة على الموقع : <http://rcweb.luedld.net/rc9/A921.pdf> تاريخ الإطلاع والتحميل 2014/03/02

ثانيا : المراجع والمصادر وباللغة الأجنبية :

- 12- ALSAEED, KHALID, SULAIMAN, "SUKUK ISSUANCE IN SAUDI ARABIA :RECENT TRENDS AND POSITIVE EXPECTATIONS" DURHAM THESES, DURHAM UNIVERSITY. Vol;2012.
[http://www.academia.edu/4750640/Durham E Theses Sukuk Issuance in Saudi Arabia Recent Trends and Positive Expectations](http://www.academia.edu/4750640/Durham_E_Theses_Sukuk_Issuance_in_Saudi_Arabia_Recent_Trends_and_Positive_Expectations) 2014/04/25 للإطلاع والتحميل
- 13- III : المقالات المنشورة :
1- Sulistya rusgianto and nursilah ahmad " volatility behavior of sukuk market : an empirical analysis of the dow jones Citi group sukuk index" university sains Islam- Malaysia middle east journal of scientific research.2013
-<http://www.questia.com/library/p61736/the-middle-east-journal> 25/04/2014
IV الجرائد والمجلات :
- ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009
- <http://www.zawya.com/sukuk/report/> 23/05/2014 : للتحميل
- International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st Edition, Bahraine, 2009.
-25/05/2014 للتحميل
<http://www.iifm.net/user/login?destination=/documents/iifm-sukuk-report> :
- Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, 22/05/2014
-<http://thomsonreuters.com/financial/islamic-finance/> للإطلاع :
- THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013.
<http://www.zawya.com/middle-east/sukuk/perception-and-forecast-study/2013/> للإطلاع
- Central Bank of Bahrain AnnualReport:**
2001,2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011. 2012.2013 : للتحميل
تاريخ الإطلاع:2014/05/05
http://www.cbb.gov.bh/ar/page_1.php?p=reports_and_papers
- SCA AnnualReports: 2001,2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011. 2012.2013 :
- <http://www.sca.gov.ae/Arabic/Publications/Pages/Reports.aspx> 05/05/2014 للتحميل
- . Securities Commission of Malaysia:
AnnualReports:2001,2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009.2010.2011. 2012.2013
- <http://www.sc.com.my/home/sc-annual-report/> 2014/04/20 : تاريخ الإطلاع : للتحميل
- AnnualReports tadawul.2001.2002.2003.2004.2005.2006.2007.2008.2009: 2012.2013. 2010

للتحميل: 22/05/2014 <http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Publication/PDF/>

ثالثا : المواقع الإلكترونية

- 13- - <http://www.gulfbase.com/ar/news/227204> تاريخ الإطلاع 2014/05/03
http://www.bahrainbourse.net/bhb/default_ar.asp?language=ar Consulté le 2012/01/20
à 18 : 00
- 14- <http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/default.aspx> هيئة الأوراق المالية والسلع سوق الإمارات للأوراق المالية
- 15- <http://www.arabic.aoifi.com/ar> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية
- 16- <http://www.tadawul.net/forum/showthread.php?t=19> منتدى التداول للسوق المال السعودي
- 17- http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3g_A-ewIE8TIwP3gDBTA08Tn2Cj4AAvY_dQA_3gxCL9gmxHRQB0Zc_U/ السوق
الأوراق المالية السعودية تداول
- 18- <http://esm.sca.ae/Arabic/Pages/ReportCenter.aspx> LVM/ مركز التقارير لهيئة الأوراق
- 19- المالية والسلع سوق الإمارات للأوراق المالية
- 20- <http://www.sc.com.my/?s=REPORT&submit=Submit> هيئة الأوراق المالية الماليزية
- 21- <http://www.bltagi.com/ar/> موقع الدكتور محمد البلتاجي
- 22- <http://iefpedia.com/arab/> موقع موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي
- 23- <http://www.alwasatnews.com/82/news/category/BUS/1.html> صحيفة الوسط
- 24- <http://www.gulfbase.com/ar/research-reports/gcc-market-2>
- 25- http://www.cbb.gov.bh/ar/page_1.php?p=statistical_bulletin البنك المركزي البحريني