



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة ألكلي محمد أولحاج



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان

دور الصكوك الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي

(دراسة تحليلية لتجارب بعض الدول الإسلامية)

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

تحت إشراف الأستاذة :

د. أوكيل حميدة

إعداد الطالبة :

بن فلامي أمال

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د فرحي كريمة
مشرفا ومقررا	جامعة البويرة	أستاذ محاضر " أ "	د. أوكيل حميدة
مناقشا	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د قرومي حميد
مناقشا	جامعة البويرة	أستاذ محاضر " أ "	د. مولاي بوعلام
مناقشا	جامعة تيارت	أستاذ محاضر " أ "	د. بربار نورالدين
مناقشا	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر " أ "	د. جنان أحمد

السنة الجامعية: 2022-2023

شكر وعرّفان

نحمد الله عز وجل الذي وفقنا في إتمام هذا العمل فإليه ينسب الفضل كله.

نتقدم بجزيل الشكر والعرّفان إلى الأستاذة المشرفة على هذا العمل أوكيل حميدة، التي لم تبخل علينا بالتوجيهات والنصائح القيمة في إثراء موضوع دراستنا.

كما نتقدم مسبقاً بجزيل الشكر والتقدير إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة، لتفضلهم بالموافقة على مناقشة الأطروحة، والتضحية بجزء من وقتهم لقراءتها وتصويبها وتوضيح النقائص الموجودة فيها، فأثابهم الله وزادهم من علمه.

كما أتقدم بالشكر الخالص إلى زوجي الذي ساندني في إنجاز هذا العمل.

الإهداء

إلى من ساندني و رافقني بدعواته و دعمه في جميع مراحل دراستي

"أبي العزيز"

إلى شمعتي التي أنارت لي طريقتي وعلمتني أن أعطي بلا حدود

الحنونة دائما، التي بدعائها أنال كل التوفيق والنجاح

"أمي الغالية"

إلى روح طاهرة غابت عن أعيننا ولم تغب عن قلوبنا رحمها الله

"جدتي الحبيبة"

إلى من سار معي نحو الحلم خطوة بخطوة بحفظة الله

"زوجي الغالي"

إلى من قال فيهم الله عز وجل سنشد عضدك بأخيك

"إخوتي الكرام"

و أسأل الله عز وجل أن يجعل هذا العمل المتواضع علما ينتفع به.

" لكل طالب علم "

آمال بن فلامي

الملخص:

عالجت هذه الدراسة إشكالية تمثلت في مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي، وهدفت الدراسة إلى إبراز الدور الاقتصادي والإئتماني للصكوك الإسلامية كإحدى منتجات التمويل الإسلامي. وذلك من خلال التعرف على التأصيل النظري للصكوك الإسلامية، و علاقتها بالنمو الاقتصادي من جهة ، وقياس أثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي باستخدام البيانات المقطعية- الزمنية لعينة من خمسة دول إسلامية رائدة في هذا المجال والمتمثلة في (ماليزيا، اندونيسيا، الإمارات العربية المتحدة، السعودية، البحرين) ، خلال الفترة الممتدة ما بين 2001-2020 من جهة أخرى ، وقد تم الاعتماد على ثلاثة متغيرات تفسيرية هي (إصدارات الصكوك الإسلامية، رأس المال المادي، إجمالي عدد العمال) ، ومتغير تابع يعبر عن النمو الاقتصادي تمثل في معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاستعانة ببرنامج (stata14) .

وقد خلصت الدراسة إلى أن إصدارات الصكوك الإسلامية كان لها أثر إيجابي على متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي) في الدول الإسلامية محل الدراسة ،وأوصت الدراسة بضرورة التشجيع على التوسع في إصدارات الصكوك الإسلامية نظرا للمزايا الاقتصادية والمنافع التي تقدمها للاقتصاد .

الكلمات المفتاحية: تمويل إسلامي، صكوك إسلامية، نمو اقتصادي، سلاسل مقطعية- زمنية ، دول إسلامية.

Abstract :

This study addressed a problem of the extent to which Islamic instruments contribute to driving economic growth. The study aimed to highlight the economic and development role of Islamic instruments as an Islamic finance product by identifying the theoretical rooting of Islamic instruments, their relationship to economic growth on the one hand, and measuring the impact of the issuance of Islamic instruments on economic growth using the time cross-sectional data of a sample of five leading Islamic countries in this field (Malaysia-Indonesia –United Arab-Emirates-Saudi Arabia) during the period 2001-2020 on the other hand has been relied on three interpretative variables (issuance of Islamic instruments –physical capital- total number of workers) and a dependant variable reflecting economic growth represented in the rate of growth the real per capita GDP growth rate and to achieve the study's objectives the Stata program was used.

The study concluded that the issuance of Islamic instruments had a positive impact on the average per capita gross domestic product (GDP)(economic growth) in the Islamic countries under consideration and recommended that the expansion of the issuance of Islamic Instruments should be encouraged in view of the economic advantages and benefits they provide to the economy.

Keywords: Islamic finance – Islamic instruments -Economic growth - time cross-sectional – Islamic countries .

Résumé :

Cette étude a abordé de la mesure dans laquelle les instruments islamiques contribuent à la croissance économique. L'étude visait à mettre en évidence le rôle économique et de développement des instruments islamiques en tant que produit de la finance islamique.

En identifiant enracinement théorique des instruments islamiques et leurs relation avec la croissance économique d'une part et mesurer l'impact de l'émission d'instruments islamiques sur la croissance économique en utilisant les données des chaînes transectorielles-temporelles d'un échantillon de cinq pays islamiques chefs de file dans ce domaine (Malaisie-Indonésie-Emiraties arabes unis –Arabie saoudite –Bahreïn.) pendant la période 2001-2020 d'une autre part.

Trois variables d'interprétation ont été invoqués (émission d'instruments islamiques, capital physique, nombre totale de travailleurs) et une variable dépendante reflétant la croissance économique était le taux de croissance réel du (P.I.B) produit intérieur brut par habitant .et pour atteindre les objectifs de l'étude le programme Stata a été adapté.

L'étude a conclu que les émissions d'instruments islamiques ont eu un impact positif sur le P.I.B moyen par habitant (croissance économique) dans les pays islamiques à l'étude et l'étude recommandait d'encourager l'expansion de l'émission d'instruments islamiques compte tenu des avantages économiques qu'ils procurent à l'économie.

Mots- clés :

Finance islamique – instruments islamiques – croissance économique –chaînes transectorielles –temporelle – pays islamiques.

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
I	شكر وعرفان.....
II	الإهداء.....
III	الملخص
VII	فهرس المحتويات.....
X	فهرس الجداول.....
XII	فهرس الأشكال.....
VII	فهرس الملاحق.....
أ-د	مقدمة
58-02	الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية
02	تمهيد:.....
03	المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.
03	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الصكوك الإسلامية.
08	المطلب الثاني: أهداف الصكوك الإسلامية.
09	المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية.
12	المبحث الثاني: تصنيفات الصكوك الإسلامية.
12	المطلب الأول: الصكوك الإسلامية القائمة على المشاركة.
25	المطلب الثاني : الصكوك الإسلامية القائمة على البيوع.
34	المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية القائمة على الإجارة.
39	المبحث الثالث: التصكيك الإسلامي ضوابطه ومخاطره
39	المطلب الأول: : مفاهيم أساسية حول التصكيك الإسلامي.
43	المطلب الثاني: : ضوابط وأحكام التصكيك الإسلامي.
48	المطلب الثالث: : مخاطر التصكيك الإسلامي وآليات إدارتها.

58 خلاصة الفصل:
105-60	الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي
60 تمهيد:
61	المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي.
61	المطلب الأول: مفهوم وخصائص النمو الاقتصادي.
64	المطلب الثاني: محددات النمو الاقتصادي وقياسه.
70	المطلب الثالث: منافع وتكاليف النمو الاقتصادي.
72	المبحث الثاني: النمو الاقتصادي وفق منظور الفكر الاقتصادي .
72	المطلب الأول: النمو في الفكر الكلاسيكي و النيوكلاسيكي.
80	المطلب الثاني: النمو في الفكر الكينزي.
84	المطلب الثالث: النمو في الفكر الحديث.
92	المبحث الثالث: : إسهامات الصكوك الإسلامية في النمو الاقتصادي.
92	المطلب الأول: جدلية العلاقة بين التمويل والنمو الاقتصادي.
96	المطلب الثاني: قنوات تأثير الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي.
103	المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية .
105 خلاصة الفصل:
165-107	الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.
107 تمهيد:
108	المبحث الأول: صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها.
108	المطلب الأول: واقع صناعة الصكوك الإسلامية في العالم.
114	المطلب الثاني: تجارب الدول الإسلامية الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية.
135	المطلب الثالث: عوامل انتشار الصكوك الإسلامية وتحدياتها.
140	المبحث الثاني: عموميات حول نماذج بيانات بانل.

140	المطلب الأول: مفهوم بيانات بانل.
142	المطلب الثاني: أنواع نماذج بانل.
146	المطلب الثالث: اختبارات نماذج بانل.
152	المبحث الثالث: التحليل القياسي لأثر اصدار الصكوك الاسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية(2001-2020).
152	المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة.
157	المطلب الثاني: تقدير نماذج بيانات بانل الساكن (<i>Static panel</i>) والمفاضلة بينها.
161	المطلب الثالث: الاختبارات التشخيصية لنموذج التأثيرات الثابتة.
163	المطلب الرابع: تقدير أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية محل الدراسة باستخدام طريقة (<i>Driscoll and Kraay</i>).
165	خلاصة الفصل:.....
171-167	الخاتمة :
188-173	قائمة المراجع:.....
194-190	ملاحق:.....

فهرس الجداول والأشكال

رقم الصفحة	العنوان	الرقم
10	الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم	01-01
11	الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات	02-01
40	أوجه الشبه والاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي	03-01
47	أحكام وشروط تداول الصكوك الإسلامية.	04-01
111	إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في مختلف دول العالم خلال الفترة (2001-2020)	01-03
155	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	02-03
156	مصنوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	03-03
158	نتائج تقدير أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية باستخدام النماذج الثلاثة لبيانات بانل الساكن	04-03
159	نتائج اختبار فيشر	05-03
160	نتائج اختبار (Housman)	06-03
161	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة	07-03
162	الاختبارات التشخيصية لنموذج التأثيرات الثابتة	08-03
163	نتائج تقدير أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية محل الدراسة باستخدام طريقة (Driscoll and Kraay)	09-03

رقم الصفحة	العنوان	الرقم
14	آلية إصدار صكوك المشاركة	01-01
18	آلية إصدار صكوك المضاربة	02-01
20	آلية إصدار صكوك المساقاة	03-01
22	آلية إصدار صكوك المغارسة	04-01
24	آلية إصدار صكوك المزارعة	05-01
27	آلية إصدار صكوك المراجعة	06-01
30	آلية إصدار صكوك الاستصناع	07-01
33	آلية إصدار صكوك السلم	08-01
37	آلية إصدار صكوك الإجارة	09-01
78	أثر زيادة معدل الاستثمار على رأس المال والنمو	01-02
78	أثر الزيادة السكانية على نمو رأس المال وفق نموذج Solow	02-02
86	نموذج AK للنمو الاقتصادي	03-02
108	توزيع إجمالي التمويل الإسلامي حسب القطاع لسنة 2020	01-03
109	تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم (2001-2020).	02-03
110	إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية والدولية في العالم خلال الفترة 2001-2020	03-03
112	توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغة الإصدار لسنة 2020	04-03

113	الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار (2001-2020)	05-03
116	تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2020)	06-03
117	حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا 2011-2020	07-03
118	توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية قطاعيا في ماليزيا خلال الفترة 2010-2017.	08-03
119	تطور إصدار الصكوك الإسلامية في إندونيسيا خلال الفترة 2002-2020	09-03
120	تطور إصدار الصكوك الإسلامية في إندونيسيا مقارنة بالسندات التقليدية خلال الفترة 2002-2020	10-03
125	إصدارات الصكوك الإسلامية في السعودية خلال الفترة 2003-2020.	11-03
126	تطور الصكوك الإسلامية في السعودية حسب الصيغة لسنة 2018	12-03
127	هيكل تطبيقات الصكوك الإسلامية في السعودية لسنة 2018	13-03
129	تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية	14-03
130	توزيع استخدامات الصكوك الإسلامية في الإمارات لسنة 2016	15-03
134	تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في البحرين (2001-2020)	16-03
135	تطور الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات في البحرين (2010-2020)	17-03
157	العلاقة بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي لعينة الدول الإسلامية خلال الفترة (2001-2020)	18-03

فهرس الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
190	اصدار الصكوك الإسلامية في الدول محل الدراسة (2001-2020)	01
191	تقدير نماذج بانل الساكن	02
192	نتائج اختبار (Housman) للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الآثار العشوائية (REM)	03
193	الاختبارات التشخيصية	04
194	نتائج التقدير باستخدام طريقة (Driscoll and Kraay)	05

مقدمة

لقد كان التفكير في ابتكار بدائل تمويلية إسلامية جديدة تتسم بالكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية كبديل للأدوات المالية التقليدية ضرورياً خلال العقود الماضية، بعد إثبات هذه الأخيرة فشلها في مواجهة الأزمات والتي كان آخرها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 .

وقد كان من ضمن البدائل المتاحة في بدايات الألفية الثالثة ما يطلق عليه بالصكوك الإسلامية والتي جاءت كبديل شرعي للسندات الربوية، حيث استطاعت احتلال مكانة هامة في الأسواق المالية في الدول الإسلامية وكذا الغير إسلامية بعد اثبات جدارتها في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار الحقيقي . ولطالما كان النمو الهدف الأساسي الذي تسعى إليه الدول الغربية والإسلامية وتتطلع إليه الشعوب وذلك لكونه الخلاصة المادية للجهود الاقتصادية، إلا أن تحقيق النمو الاقتصادي ليس بالأمر السهل والبسيط كون حدوثة يرتبط بتوفر محددات أساسية وهو ما جعلها حيز اهتمام كبير لدى الباحثين والاقتصاديين في الفكر الاقتصادي، ويعتبر توفر رأس المال من أهم العوامل التي تؤثر في النمو الاقتصادي، إلا أنه وفي ظل قصور الأنظمة المصرفية والأدوات المالية التقليدية وعجزها عن تعبئة الموارد المالية اللازمة لتحقيق هذا الهدف في الدول الإسلامية ، فقد توجهت العديد من هذه الدول إلى الاعتماد على التمويل الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص في سبيل تحقيق هذا الهدف المنشود.

شهد سوق الصكوك الإسلامية انتشاراً وازدهاراً كبيراً في مختلف أنحاء العالم، وتشير الإحصائيات إلى احتلالها المركز الأول من حيث النمو والانتشار مقارنة بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية الأخرى (المصارف الإسلامية، التأمين التكافلي... الخ)، أين بلغ إجمالي إصدارات الصكوك خلال الفترة الممتدة من 2001-2020 ما يفوق ترليون دولار .

وتعتبر تجربة كل ماليزيا، إندونيسيا ، السعودية، البحرين والإمارات العربية المتحدة من أبرز التجارب الرائدة في هذا مجال حسب تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية، وهو ما يعكس سعي الدول إلى تسهيل وتوظيف جميع الإمكانيات من أجل الاستفادة من مزاياها كأداة تمويلية لمختلف المشاريع الضخمة، ومشاريع المدن الصناعية ومشاريع البنى التحتية التي تحتاج إلى أموال كبيرة. وفي ظل الأهمية الكبيرة للصكوك الإسلامية والتنامي السريع لها في هذه الدول على مدار العقدين بات من الضروري تسليط الضوء على الدور الإنمائي لها لتقييم دورها والاستفادة منه في باقي الدول.

1- الإشكالية الرئيسية:

من خلال ما تمهد تبرز ملامح الإشكالية الرئيسية للدراسة والتي يمكن صياغتها كالآتي:

ما مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي بالدول الإسلامية الرائدة في

إصدارها؟

1- الأسئلة الفرعية:

- بغية الإجابة بدقة ووضوح على الإشكالية الرئيسية ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:
- هل تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية مبتكرة أم محاكاة للأدوات المالية التقليدية؟
- كيف تساهم الصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي؟
- هل كان لإصدار الصكوك الإسلامية أثر إيجابي وطردي على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية الرائدة بهذا المجال؟

2- فرضيات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات المطروحة، تم طرح الفرضيات التالية، لتكون منطلقاً لدراستنا:

- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية محاكية للأدوات المالية التقليدية ، جوهر فروقاتها يتمثل في عدم التعامل بالفائدة فقط.
- يقتصر الأثر الفعلي للصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي على قدرتها في التأثير على متغيرات التوازن الاقتصادي الداخلي فقط
- يساهم إصدار الصكوك الإسلامية بشكل إيجابي وطردي على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية الرائدة بهذا المجال.

3- أهمية الدراسة:

- تتجلى أهمية الدراسة في مجموعة من النقاط يمكن توضيحها كالآتي:
- الاهتمام المتزايد والتنامي السريع للصكوك الإسلامية في مختلف أنحاء العالم، والمنافسة بين الدول الإسلامية والغير اسلامية على احتضانه كعاصمة له، يدعونا إلى دراسة خلفيات هذا الموضوع والتعمق فيه .
- الحاجة المتزايدة إلى دراسات متخصصة في مواضيع التمويل الإسلامي والصكوك الإسلامية نظراً للطلب المتزايد على بدائل تمويلية شرعية من قبل الحكومات و الأفراد والشركات ، في ظل تزايد رؤوس الأموال التي يبحث أصحابها عن آليات لتوظيفها تدر دخلاً حلالاً عليهم.
- بعد مرور ما يفوق العقدين عن اعتماد الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية، بات من الضروري دراسة وتقييم الآثار الإيجابية والسلبية المترتبة عنها في مختلف الدول السبابة في هذا المجال والاستفادة منها في باقي الدول.

4- أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها في ما يلي:

- التعرف على طبيعة الصكوك الإسلامية وفوقها الجوهرية عن باقي الأدوات التقليدية من خلال التعرف على الضوابط الشرعية والاقتصادية لإصدارها وتداولها.
- إبراز الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية على مستوى الاقتصاد الكلي كأداة تمويلية مستحدثة وبديل شرعي للأدوات التقليدية الربوية.
- إبراز الدور الفعلي الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي.
- عرض لواقع وتطور سوق الصكوك الإسلامية العالمي خلال العقدین الأخيرین، مع تسليط الضوء على أهم التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال، بغية محاولة تقييم الأثر الذي ساهمت به هذه الأخيرة في تحقيق وتعزيز النمو الاقتصادي بها.
- الوصول الى نتائج تثمن التجارب الدولية الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية، ويمكن الاستفادة منها في باقي دول العالم وبالأخص العربية والجزائر.

5- مبررات اختيار الموضوع

- اختيار موضوع "دور الصكوك الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي -دراسة تحليلية لتجارب بعض الدول الإسلامية-" يرجع لعدة مبررات ودوافع منها ما هو ذاتي ومنها ما هو موضوعي، ويمكن ذكر هذه المبررات على النحو التالي:
- الرغبة الذاتية للبحث في مجال الاقتصاد والتمويل الإسلامي بصفة عامة والصكوك الإسلامية بصفة خاصة.
 - مواصلة البحث في مجال التمويل الإسلامي استكمالا لدراستي السابقة في الماجستير والتي تناولت دور الصيرفة الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية (ماليزيا نموذجا).
 - محاولة المساهمة في النهوض بالاقتصاد الإسلامي من خلال الترويج لأحد المواضيع المترتبة فيه والمتمثل في الصكوك الإسلامية من خلال إبراز دورها، أهميتها ومميزاتها.
 - يعد موضوع الصكوك من المواضيع الحديثة والمعاصرة والتي تحظى باهتمام كبير من مختلف الدول الإسلامية والغير إسلامية نظرا للدور الكبير الذي تلعبه في الساحة الاقتصادية.
 - ضرورة توفير دراسة متخصصة حول الدور الإنمائي للصكوك الإسلامية تدعم به المكتبة الاقتصادية وتكون لبنة لبحوث علمية أخرى.

6- حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في ما يلي:

- الحدود الموضوعية

تمثل البعد الموضوعي للدراسة أساساً في دراسة مدى مساهمة إصدار الصكوك الإسلامية في تحقيق وتعزيز النمو الاقتصادي، وإسقاط الدراسة على مجموعة من التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال. وقد ركزت الدراسة على دراسة الموضوع من الجانب الاقتصادي فقط دون الخوض في الجوانب الفقهية والدينية له باعتباره خارج التخصص الدراسي ولسعته الكبيرة وعدم استيعاب هذه الدراسة له .

- الحدود الزمنية:

غطت الدراسة فترات زمنية متباينة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2020، وهذا حسب إصدارات الصكوك الإسلامية التي قامت بها كل دولة من الدول محل الدراسة.

- الحدود المكانية:

شملت الحدود المكانية للدراسة مجموعة من التجارب الدولية الإسلامية الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية، وتمثلت هذه الدول في دولتين من شرق آسيا وهما ماليزيا و إندونيسيا، وثلاثة من دول مجلس التعاون الخليجي وهي السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين.

-7 المنهج والأساليب المستخدمة:

بغية الإجابة على الإشكالية الرئيسية واختبار مدى صحة الفرضيات، اعتمدنا على المنهج الوصفي وذلك في إطار السعي إلى فهم أفضل لموضوع الدراسة و الإمام بجميع الجوانب النظرية للمتغيرات المدروسة، كما تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي الملائم للدراسات القياسية وذلك لتحديد أثر إصدارات الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول محل الدراسة.

-8 الدراسات السابقة:

ظفر موضوع الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي بحظ من اهتمامات الدارسين والباحثين الاقتصاديين المعاصرين، إذ أنشأت فيهما العديد من الدراسات المستقلة بذاتها من جهة، ودراسات تحاول فهم أثرهم وتأثيرهم على المتغيرات الأخرى من جهة أخرى، ولعل من أرجح تلك الدراسات وأكثرها صلة بموضوعنا الدراسات التالية:

- دراسات باللغة العربية:

➤ دراسة زياد جلال الدماغ(2012)، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، تمثلت في كتاب تناول فيه الكاتب الموضوع من خلال باين الأول خصص للصكوك الإسلامية في النظام الاقتصادي الإسلامي، أما الثاني فخصص لتطبيقات الصكوك الإسلامية، كما أن الكاتب تطرق للتجربة الماليزية في إصدار وتداول الصكوك، حيث قام باستبيان للعاملين في البنوك والمؤسسات المالية العاملة في مجال الصكوك بطرح الأسئلة حول أنواع وضوابط وتطبيقات الصكوك في القطاعات السابقة، فوجد أن هناك علاقة طردية بين نجاح الصكوك والعوامل السابقة إلا أن هذه الدراسة لم تشر إلى الأثر التمويلي والتنموي للصكوك بشكل مفصل .

➤ دراسة كمال قسول، مصباح حراق، (2019)، أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا، تمثلت في مقال علمي منشور بمجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، عالج إشكالية تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)، وذلك من خلال استخدام حجم الناتج المحلي الإجمالي للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي كما تم استخدام مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية، وبعد تحليل العلاقة السببية واتجاهها بين متغيرات الدراسة بالاعتماد على تقنية شعاع الانحدار الذاتي (var)، خلص الباحثين إلى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على المدى القصير من مؤشر الرسملة السوقية نحو النمو الاقتصادي، وأن زيادة حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بحجم الناتج المحلي الإجمالي يؤثر على النمو الاقتصادي في ماليزيا بشكل إيجابي .

➤ دراسة بن قايد الشيخ، (2020)، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)، تمثلت في أطروحة دكتوراه، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، بجامعة غرداية، الجزائر، تبلورت إشكالية الدراسة حول دور الصكوك الإسلامية في دعم وتطوير الصناعة المالية الإسلامية باعتبارها أداة تمويلية، وكيف ساهمت في تحقيق التنمية في دولة ماليزيا؟، وعالجها الباحث من خلال تسليط الضوء على دور الصكوك في تنشيط وتطوير المؤسسات المالية الإسلامية التي تسعى دومًا إلى البحث عن تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الإسلامية من أجل مساهمتها في تعبئة الموارد المالية لأغراض تنمية اقتصادية. وقد خلّصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية أضحت أحد أهم الأدوات التمويلية التي يعول عليها الكثيرين عالميًا ومحليًا في جذب المدخرات، وتوظيفها في مشاريع تنمية كبرى خصوصًا مشروعات البنية التحتية التي تحتاجها بعض الدول التي تعاني من عجز في التمويل، وهو ما تبنته دولة ماليزيا في استخدام أداة الصكوك لتطوير اقتصادها من خلال نظام مالي إسلامي شامل يزرع بأدوات مالية مستوحاة من الشريعة الإسلامية. وأوصت الدراسة بضرورة الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال استخدام أداة الصكوك في أسواقها المالية باعتبارها من الدول الرائدة عالميًا في هذا المجال، خصوصًا بالنسبة للدول التي تعاني عجزاً في مواردها المالية مثل الجزائر.

➤ دراسة عبد الكريم قندوز، (2021)، التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي دراسة قياسية على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، تمثلت في ورقة بحثية، صادرة عن صندوق النقد العربي، بحثت الدراسة أيّ المقاربات الثلاثة تصلح لتفسير العلاقة بين تطور قطاع التمويل الإسلامي (على اعتباره أحد أشكال التطور المالي) والذي أخذ حيزًا متزايدًا في العديد من الدول العربية وبين النمو الاقتصادي، من خلال التطبيق على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. وتبين أن نظرية دفع الطلب هي الأقدر على تفسير العلاقة بين تطور قطاع التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي. استهدفت الدراسة التعرف

على المدى الذي تساهم فيه الصناعة المالية الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي لدول الخليج، وقد تم اعتماد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية (التراكم الرأسمالي، التضخم وحجم التجارة) ومتغيرات قطاعية متمثلة في التطور المالي مقاسا (بحجم الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص) فضلا عن حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة هيكلية بعيدة المدى بين حجم التمويل الإسلامي والنمو الاقتصادي لدول الخليج العربي للفترة 2009-2019، وهو ما يؤكد أهمية هذا القطاع في تمويل التنمية بهذه الدول، وهو أمر تعززه الوقائع الاقتصادية، إذ تتجلى مساهمة البنوك الإسلامية إضافة لبقية المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى (بوضوح في تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية)، بدءاً من قطاع الأعمال الخاص، والقطاعات الحكومية، بما فيها تمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات السيادية.

➤ دراسة سمير تامة، ياسين حفصي بونبعو، (2022)، بعنوان دراسة العلاقة السببية طويلة الأجل بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي في السودان للفترة (2000-2019)، تمثلت في مقال علمي منشور بمجلة دراسات العدد الاقتصادي، هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة السببية بين الصكوك الإسلامية شهامة والنمو الاقتصادي في السودان باستخدام بيانات الفترة 2000-2019، تم الاعتماد على أربع متغيرات (الصكوك الإسلامية، النفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة، التكوين الاجمالي لرأس المال الثابت)، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي كمؤشر يعبر على النمو الاقتصادي، ولتحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث مجموعة من المقاربات والطرق والأدوات القياسية الاقتصادية، من ذلك اختبار منهجية Toda and Yamamoto للعلاقة السببية طويلة الأجل بالإضافة إلى حركة نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR، وبالاستعانة ببرنامج Eviews 10 توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من الصكوك الإسلامية شهامة نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي في الأجل الطويل، كما توصلت الدراسة أيضا من خلال حركة دوال الاستجابة النبضية لنموذج VAR إلى أن الصدمات التي تحدث في الصكوك الإسلامية لها تأثير ايجابي ضعيف مختلف القيمة حسب الفترات في نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، حيث يتضح أن الصكوك الإسلامية تحتاج إلى وقت طويل حتى تُظهر أثرها على النمو الاقتصادي.

- دراسات باللغة الأجنبية:

➤ Ahlidin Malikov, (2017) **How Do Sovereign Sukuk Impact on the Economic Growth of Developing Countries? An Analysis of the Infrastructure Sector,**

تمثلت في ورقة بحثية صادرة عن المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير إصدار الصكوك السيادية على النمو والتنمية الاقتصادية في ماليزيا والمملكة العربية السعودية من خلال دراسة

مؤشرات الرفاه الاقتصادي، المالي والاجتماعي للدولتين ، تمثلت هذه المؤشرات في كل من (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الدين الحكومي لكل نصيب فرد، نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، الاحتياطات الدولية، ومؤشر الرفاه الاجتماعي HDI، قبل وبعد إصدار الصكوك الإسلامية في قطاع البنية التحتية. وخلصت الدراسة إلى أن إصدارات الصكوك السيادية لها تأثير إيجابي على التنمية والنمو في ماليزيا والمملكة العربية السعودية، حيث كانت هنالك اختلافات كبيرة قبل وبعد في المؤشرات سابقة الذكر في كلتا الدولتين .

➤ Hasan Bulent Kantarci, Tuncay Eren,(2018) , The Emergence of Sukuk Market and Economic Effects

تمثلت في مقال منشور بمجلة International Research Journal. عالج المقال إشكالية الآثار الاقتصادية المترتبة عن الصكوك الإسلامية نظرياً، وخلصت إلى الأهمية البالغة للصكوك الإسلامية، وأن الصكوك تساهم بشكل إيجابي في علاج التضخم والبطالة ، وهو ما سيعكس هذا الوضع بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي، وأن البلدان التي ستعتمدها ستستفيد من مزايا اقتصادية عديدة.

9- صعوبات الدراسة:

- واجهتنا العديد من الصعوبات كغيرنا من الباحثين تمثلت في:
 - صعوبة الحصول على المراجع خاصة الكتب القديمة أو الحديثة حول الصكوك الإسلامية، وهذا لكونها غير متوفرة في المكتبات الجامعية بشكل مجاني واشتراط شرائها من المواقع الإلكترونية، مما دفعني للاستناد بالمقالات العلمية.
 - صعوبة الحصول على المعطيات والبيانات الإحصائية خاصة المتعلقة بالصكوك الإسلامية وتعدد مصادرها وتضاربها مما صعب مهمة التوفيق بينها، إضافة إلى أنها لا تغطي فترات زمنية طويلة.
 - جائحة كورونا والانقطاع الذي مس مكتبات الجامعات بسبب الحجر الصحي مما صعب علينا جمع المادة العلمية.

10- هيكل الدراسة:

- للإجابة على الإشكالية الرئيسية وتحقيق جملة الأهداف المنشودة، اقتضت الضرورة تناول الموضوع في ثلاثة فصول تسبقهم مقدمة عامة وتليهم خاتمة، تتضمن خلاصة عامة وأهم النتائج التي توصلنا إليها ، إضافة إلى الاقتراحات وآفاق البحث. وقد جاءت فصول الدراسة وفق ما يلي:
 - الفصل الأول بعنوان التأسيس النظري للصكوك الإسلامية ، وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث خصص المبحث الأول لماهية الصكوك الإسلامية، أما المبحث الثاني فقد خصص لتصنيفات الصكوك الإسلامية، فيما خصص المبحث الثالث للتصكيك الإسلامي ضوابطه ومخاطره.

- الفصل الثاني بعنوان الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي، وينقسم هذا الفصل بدوره إلى ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث الأول : ماهية النمو الاقتصادي، والمبحث الثاني النمو الاقتصادي وفق منظور الفكر الاقتصادي، أما المبحث الثالث فقد تناول إسهامات الصكوك الإسلامية في النمو الاقتصادي.

- الفصل الثالث والأخير تمثل في الجانب التطبيقي للدراسة، والذي كان بعنوان دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل من خلال ثلاثة مباحث تطرقنا في المبحث الأول لصناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها، وفي المبحث الثاني عموميات حول نماذج بيانات بانل، كما تطرقنا في المبحث الثالث إلى التحليل القياسي لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية (2001-2020).

الفصل الأول:

التأصيل النظري للصكوك

الإسلامية

تمهيد:

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى تنمية المال وفق ضوابط وقواعد الشريعة الإسلامية، لتضمن للإنسان مستوى معيشي كريم من خلال تحقيق الأهداف الإنسانية لإعمار الأرض. وتعد فكرة ابتكار الأدوات المالية الجديدة أبرز أهداف الباحثين والقائمين على المالية الإسلامية. وقد ظهرت في العقود الأخيرة أدوات مالية جديدة نظراً إلى حاجة المسلمين إلى مصادر تمويلية شرعية نظيرة لما هو موجود في المؤسسات غير الإسلامية، فجاء ما يسمى بالصكوك الإسلامية كبديل للسندات الربوية .

شهدت هذه الصكوك الإسلامية انتشاراً وازدهاراً واسعاً خلال العقود الماضية الأخيرة في جميع أنحاء الدول الإسلامية وغير إسلامية، إذ لاقت قبولا واسعاً بعد اثبات الأدوات المالية التقليدية فشلها في تفادي الأزمات المالية حيث توجه المستثمرون والحكومات إلى هذه الأخيرة في ظل الخصائص التي تتميز بها والضوابط التي تحكمها من جهة والتنوع الكبير في صيغها والذي يلبي رغباتهم المتعددة من جهة أخرى.

وبناءً على ما تمهد فإن هذا الفصل خصص لتسليط الضوء على الإطار النظري للصكوك الإسلامية وأهم الجوانب المتعلقة بها، وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.
- المبحث الثاني: تصنيفات الصكوك الإسلامية.
- المبحث الثالث: التصكيك الإسلامي ضوابطه ومخاطره.

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.

تعتبر الصكوك الإسلامية إحدى منتجات التمويل الإسلامي ، والتي لاقت قبولا واسعا باعتبارها البديل الشرعي للسندات الربوية، وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق لماهية هذه الأخيرة وبيان أنواعها والضوابط الشرعية والاقتصادية التي تحكم عملية إصدارها.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الصكوك الإسلامية.

1- نشأة وتبلور فكرة الصكوك الإسلامية.

بعد أن تم الترويج بحزمة التعامل بالسندات التقليدية لما تتضمنه من الربا* المحرم شرعا، ولما فيها من أضرار اقتصادية واجتماعية للاقتصاد اقتضت الضرورة البحث عن بدائل شرعية لهذه الأخيرة.¹ وتعود بداية اهتمام الباحثين الاقتصاديين المعاصرين لإيجاد أوراق مالية إسلامية بديلة للسندات التقليدية إلى انعقاد أول مؤتمر عالمي للاقتصاد الإسلامي سنة 1976، حيث تم طرح الفكرة لأول مرة والتي وضعت الأسس الأولى للصكوك الإسلامية من خلال دراسة قدمها الدكتور محمد سامي بعنوان "سندات المقارضة" والتي تم طرحها ضمن قانون البنك الإسلامي المؤقت رقم 3 سنة 1978 في الأردن.

وترجع أول محاولة لتطبيق هذه الفكرة إلى الدكتور العبادي عبد السلام ، المكلف بوزارة الأوقاف الدينية الأردنية آنها، حيث اعتمدت الأردن آليات مناسبة شرعيا لإعمار الممتلكات الوقفية وتحديثها. ونتاجاً لذلك تم إصدار القانون رقم (10) لسنة 1881، لتعد الأردن المهد الأول لنشأة الصكوك الإسلامية.² وفي سنة 1983 كانت المحاولة الثانية لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آليتها على الربا بماليزيا، وذلك بعد أن توضح للبنك الماليزي المركزي عزوف مصرف اسلام عن الاستثمار في السندات الحكومية و سندات الخزينة نظرا لكونها مخالفة للشرعية.³ وتواصلت الاجتهادات والأبحاث والدراسات في هذا الباب بعد المحاولات السابقة، حيث عقد مجمع الفقه الإسلامي مجلسه بجدة المملكة العربية السعودية في دورة مؤتمره الرابع ، الموافق ل 11/6 فيفري 1988 بعد الاطلاع على الأبحاث المقدمة في موضوع السندات الاستثمار والمقارضة والتي كانت حوصلة للندوة التي أقامها بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامية لتنمية سنة 1987 ،أصدر من خلاله قرار رقم

*الربا شرعا هو ما يزيد على الأصل في البيع، أو من مال لا دون حق فيه، أو ما يزيد على مدة محددة من الزمن بلا مقابل.

¹ قاسم محمد حزم، حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها ، مجلة العلوم والبحوث الإسلامية، كلية العلوم والآداب ، العدد 17، 2016، ص11.

² جلال زباد الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، ط1، دار الثقافة للتوزيع والنشر ، عمان، الأردن، 2012، ص65.

³ محمد علي الموسى، الصكوك الإسلامية (مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها)، مجلة جامعة الشارقة، العدد02، المجلد 13، ديسمبر 2016، ص74.

30(4/3) بشأن سندات المقارضة يتضمن تعريفها و ضوابط هذه الأخيرة كما نصت على تسميتها سندات المقارضة آن ذاك.¹ إضافة إلى اجتهادات بعض الباحثين والخبراء الاقتصاديين ومن بينهم الدكتور منذر قحف الذي قدم دراسة حول الصكوك الإسلامية سنة 1995.² وفي سنة 2003 تم إصدار المعيار الشرعي رقم 17 للصكوك الاستثمار من قبل هيئة المحاسبة الشرعية للمؤسسات المالية، على أن يطبق على المؤسسات المعنية والمختصة ابتداء من جانفي 2004.³

ويذكر أن أول إصدار فعلي للصكوك بعد تحديد مفهومها وضوابطها كان في ماليزيا سنة 1995 وذلك لبناء محطة كهربائية بقيمة 350 مليون دولار، أما المحاولة الثانية فكانت في البحرين سنة 2001 لينتشر إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في العديد من الدول الإسلامية والغير إسلامية بعدها.⁴

2- مفهوم الصكوك الإسلامية.

2-1 مفهوم الصكوك الإسلامية لغة واصطلاحاً:

- **الصك لغة:** بالبحث في بطون معاجم اللغة العربية وقواميسها نجد أن مصطلح الصك في اللغة

معناه:

- " الصك هو الضرب عامة بأي شيء كان والضرب بالشيء العريض، ، وصكه يصكه صكا..."⁵
- و الصك هو " هو المال ونحوه المؤجل الذي يكتب فيه "⁶.
- والصك هو الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات والأقارير بالمال وغيره، قال ابن الأثير " أن الأمراء كانوا يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتباً، فيبيعون ما فيها قبل قبضها تعجلاً، ويعطون مشتري الصك ليمضي ويقبضه، ونحوها عن ذلك لأنه يبيع ما لم يقبض،"⁷.

- **الصك في الاصطلاح:**

للصكوك الإسلامية العديد من التعاريف اختلفت في مصدرها وتشابحت في مضمونها ونذكر منها:

¹ أحمد علي السالوس، الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة ج1، الريان للنشر والطباعة، الدوحة، 1997، ص72.

² إبراهيم محمد عبد السميع، الصكوك الإسلامية كمنتج شرعي بديل للأدوات الربوية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة كلية أصول الدين والدعوة، العدد 35، ص 777.

³ علي محمد الموسى، مرجع سابق، ص 75.

⁴ إبراهيم محمد عبد السميع محمد، مرجع ذكر أعلاه، ص777.

⁵ ابن منظور، لسان العرب، المجلد الرابع، دار المعارف للنشر، مصر، الجزء 28، ص 2474.

⁶ أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل للنشر والتوزيع والطباعة، بيروت، لبنان، 1981، ص256.

⁷ حماد نزيه، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2008، ص208.

2-2- تعريف الصكوك الإسلامية حسب الهيئات والمنظمات:

- تعريف مجمع الفقه الإسلامي :

هي " أداة استثمارية قائمة على تجزئة رأس المال من خلال إصدار صكوك ملكية برأس مال القراض، ذات وحدات قيمتها متساوية ، مسجلة بأسماء ملاكها واصحابها كونهم المالكون لحصص شائعة في رأس المال وما يحول إليهم حسب نسبة حصصهم"¹.

- تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

هي "حق ملكية لجزء شائع في أصول عينية أو مجموعة مختلطة من نشاط استثماري و أصول مشروع معين"².

- تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI:

عرفت هذه الهيئة الصكوك بأنها " وثائق قيمتها موحدة ومتساوية تمثل جزء وحصة في ملكية منفعة ، عين ، خدمة أو أصل في نشاط استثماري معين أو مشروع محدد ، بعد تحصيل قيمة الصكوك المكتتب بها وقفل باب الاكتتاب ،وبدء استثمارها واستخدامها فيما أصدرت له "³.

2-3- تعريف الصكوك الإسلامية حسب الباحثين الاقتصاديين:

- تعريف الدكتور سامي محمود: عرف على أنها " وثائق موحدة القيمة وصادرة بأسماء الذين اكتتبوا بها مقابل دفع قيمتها المتساوية، على أساس المشاركة في الأرباح و الإيرادات المحققة من النشاط الاستثماري أو المشروع المستثمر فيه حسب النسب المحددة والمعلنة على الشروع، مع مراعاة التصفية رأس المال المكتتب به تدريجياً من خلال تخصيص الربح الصافي المتبقي لإطفاء قيمة الصكوك حتى السداد التام"⁴.

- تعريف الدكتور القري محمد علي: عرفها على أنها " ورقة مالية تمثل حصة من المشاركة في نشاط استثماري تجاري ،أو تمثل ملكية أصل منتج لعائد ، ذات عائد ثابت حسب حصة الملكية وأجل قصير

¹ قرار رقم 30(4/3) سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 04، جدة، المملكة العربية السعودية، 1988، ص 1809.

² المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، كولالمبور، ماليزيا، جانفي، 2009 ص 03.

³ المعايير الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، صكوك الاستثمار، النامة، البحرين، 2003، ص 466.

⁴ عبد الحق العيفة، تقييم صناعة الصكوك الإسلامية (دراسة مقارنة على مجموعة من الصكوك الإسلامية ما بين 2001-2016)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2017-2018، ص 21.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

ومخاطرة متدنية ، وهذه المخاطر تتحقق بأن تتحول الصكوك الإسلامية في مرحلة ما في نهاية حياتها الى دين مضمون على ذمة المصدر" ¹.

- تعريف الدكتور عبد الستار أبو غدة: عرفها على أنها "حق في حصة ملكية شائعة للمشروع الذي أصدرت الصكوك لأجل تمويله وإنشائه، وتمتد هذه الملكية طوال مدة المشروع ، وعليه يترتب على ذلك كل الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك من رهن، بيع، هبة وإرث وغيرها، علماً أن الصكوك المكتتب بها تمثل رأس مال المضاربة(المقارضة)" ².

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن الصكوك هي أوراق مالية تصدر بقيم متساوية لصالح للمكتتبين فيها، تمثل حصة ملكيتهم في المشروع الاستثماري المصدرة من أجله، وتقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح وتقاسم الخسائر، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك تدريجياً وقفل باب الاكتتاب والشروع في استخدامها لما أصدرت لأجله.

3- الخصائص العامة للصكوك الإسلامية.

تتميز الصكوك الإسلامية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- تمثل ملكية لحصص شائعة في أصول و موجودات: حيث أنها تمثل حصصاً شائعة في موجودات ذات عائدات، وليست ديناً في ذمة المصدر، وهذه الموجودات قد تكون خدمة أو منفعة أعيان أو أعيان، أو نقوداً أو ديناً في ذمة الغير في بعض مراحل استثمار المال الذي تمثل الصكوك فيه حصة ملكية شائعة أو خليطاً من كل ما سبق ذكره. ³
- الالتزام بالضوابط الشرعية: إصدار الصك يكون وفق عقد شرعي يستمد أحكامه منه ، كما يلتزم بضوابطه عند التداول، ويتم تخصيص حصيلة الاكتتاب بالصكوك في مشروع يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. ⁴
- إصدارها بقيم متساوية لمالكها: إصدار الصكوك بقيم متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً في ملكية شائعة في أصول نشاط استثماري خاص أو موجودات مشروع معين وذلك لتسهيل شراء وتداول هذه

¹ القري محمد علي ، أحكام ضمان الصكوك وعوائدها ، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة " الصكوك الإسلامية عرض وتقييم " ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، السعودية ، يومي 24-25 مايو 2010 ، ص 04.

² العيفة عبد الحق ، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية (دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف) ، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية ، جامعة سطيف 01 ، الجزائر ، يومي 05-06 ماي 2014 ، ص 07.

³ سفيان حلوي ، دور الصكوك الإسلامية كأداة حديثة لتمويل عجز الموازنة العامة دراسة حالة السودان ، أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة عبد الحميد مهري ، قسنطينة 02 ، الجزائر ، 2018-2019 ، ص 31.

⁴ محمد علي أحمد شعبان ، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، 2013 ، ص 28.

- الصكوك، وهو ما يجعل الصكوك الإسلامية تتشابه مع الأسهم التي تصدر بقيم متساوية وتمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، وكذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية.¹
- إمكانية تداول الصكوك الإسلامية: يعتبر تداول الصكوك الإسلامية أمراً جائزاً وممكناً بأي شكل من أشكال التداول الجائزة قانونياً وشرعاً، سواء من خلال البيع أم الرهن أم الهبة. إلا أن قابلية التداول للصكوك لا تكون إلا وفقاً للضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها حيث أن هناك بعض الأنواع من الصكوك لا يمكن تداولها، لأنها تمثل ديناً في ذمة الغير، فلا يجوز تداولها إلا إذا تم تحويلها إلى بضاعة، كصكوك البيوع مثلاً وأنواع أخرى يمكن تداولها شرعاً.²
- المشاركة في الأرباح والخسائر: هناك علاقة وطيدة بين الاقتصاد الإسلامي وبين تحمل المخاطر، وهذا التلازم راجع إلى أن تحمل وتقاسم كل المستثمرين المخاطر من أهم خصائص وضوابط الاستثمار في الإسلام. وقد تم إرساء هذا التلازم بينهما من خلال القاعدة الفقهية "الغنم بالغرم"، أي ما يتولد من مكاسب وأرباح مستحقة شرعاً من جهة فإنه يتحمل المسؤولية عن التلف أو الخسارة في حالة حدوثهما.³ حيث يحصل صاحب الصك على حصة من الربح الناتج من المشروع الممول من الصك، كما يتحمل الخسارة في حدود ما يمثله الصك من مساهمة في المشروع، ويجب أن تحدد نسبة المستثمر في الربح عند التعاقد في نشرة الاكتتاب أو الصك نفسه.⁴
- قابلية الصكوك الإسلامية للاسترداد: تتميز الصكوك بأنها تنتهي من خلال استرداد الصك لرأس ماله في نهاية مدة المشروع المحددة وفقاً للتطبيقات الصحيحة، علماً أنه لا يكون وفق أساس الضمان، وإنما مرده طبيعة الإصدار والاستثمار.⁵
- قابلية الصكوك للتجزئة: أي أن الصك الواحد لا يجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصك لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه، فلا بد أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة).
- الصكوك الإسلامية أداة استثمارية ذات كفاءة: جاءت الصكوك الإسلامية كأداة مناسبة وبديلة لإثبات قدرة الأدوات المالية الإسلامية على المنافسة، وأن هناك آلية أخرى للتمويل غير تلك القائمة على

¹ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية - البحرين -، مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص 255.

² كشاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014، ص 82.

³ أبو غدة عبد الستار، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضماها، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية 24-25 ماي، 2010، ص 02.

⁴ حماد مصطفى نزيه، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية دراسة في القانون الكويتي والمصري، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، العدد 04، 2019، ص 245.

⁵ خالد سعود عبد الله رشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2013، ص 62.

أساس ربوي الفائدة، وتعتمد في فلسفتها على المشاركة والمخاطرة ويمكن تطبيقها على أرض الواقع، لتنفي ما كان معمولاً به لعقود طويلة من خلال مقولة (لا اقتصاد بغير البنوك، ولا بنوك بغير ربا)، والتي كانت سائدة لدى المختصين في عالم المال، إضافة إلى أن توفر هذه الأداة من شأنه أن يوسع انتشار المصارف الإسلامية، كونها المسؤولة عن إدارة جل عمليات الاكتتاب في الصكوك.

المطلب الثاني: أهداف الصكوك الإسلامية

تسعى الصكوك الإسلامية إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن ذكرها على النحو التالي:¹

- التوزيع العادل للثروة:

من أهم الأهداف التي يسعى إليها الاقتصاد الإسلامي تحقيق التوزيع العادل للثروة، لذلك حرصت الصكوك الإسلامية على أن تمكن كل المكتتبين والمستثمرين بها من الانتفاع بحصيلة أرباحها من المشروع بنسب عادلة، وبهذا يتسع نطاق الثروة ولا يحصر في عدد معين من الأغنياء.

- المساهمة في جمع رأس مال:

تهدف الصكوك من خلال تعبئة الموارد المالية وتكوين رأس المال من المستثمرين و طرح صكوك وفق صيغ تمويلية إسلامية مختلف في أسواق المال إلى تمويل إنشاء مشروع استثماري.

- توفير السيولة:

تهدف الصكوك إلى الحصول على السيولة الضرورية لتوسيع المشاريع الاستثمارية وتطويرها، وهو ما يتطلب تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات والمؤسسات إلى وحدات متساوية القيمة تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم طرحها في السوق المالي لجذب المدخرات المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل - تحسين الهيكل التمويلي والقدرة الائتمانية للمؤسسات:

عادة ما يكون التصنيف الائتماني للصكوك مرتفعاً، إذ يشترط على المؤسسات المصدرة التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة المصدرة لها.

- تنوع مصادر وموارد التمويل:

تهدف الصكوك الإسلامية لتوسيع المستثمرين بها، بهدف تجميع رأس المال اللازم لتمويل مختلف النشاطات بغرض الحصول على اصول جديدة، إضافة إلى العمل على الحد من المخاطر من خلال المواءمة بين آجال الاصول والالتزامات.

- تقليل المخاطر:

¹ عيد عادل عبد الفضيل، الصكوك الإسلامية -دراسة مقارنة-، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2015، ص30.

تعمل المؤسسة التي تريد تحويل بعض أصولها إلى صكوك على تقليل المخاطر ، من خلال نقلها مخاطر تلك الأصول الى الغير. ذلك كونها غير مسؤولة عن الالتزام لحملة الصكوك ، لأن التصكيك عملية بيع حقيقي للأصول لشركة التصكيك .

- الدمج بين أسواق التمويل وأسواق رأس المال:

تؤدي عملية التصكيك لتنشيط سوق المال وسوق التمويل ، فمن خلال تداول الصكوك التي تصدر عن الأصول المراد تسيلها في الأسواق المالية تنشط سوق رأس المال من جهة . ومن جهة أخرى باعتبار الصكوك الإسلامية أداة استثمار من خلال صيغ تمويلية معتمدة لحملتها فإنها تنشط سوق التمويل.

المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية وباقي الأدوات المالية التقليدية.

تتشترك الصكوك الإسلامية في بعض الخصائص والمزايا مع غيرها من الأدوات المالية التقليدية إلا أنها تختلف معها في العديد من النقاط من جهة أخرى.

1-أوجه التشابه والاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

السهم هو "حصة من المساهمة في رأس مال الشركة ، وهو حق المساهم والمستثمر الذي يجدد مسؤوليته ونصيبه في الربح والخسارة." ¹ ويمكن توضيح أوجه التشابه والاختلاف بينه وبين الصكوك الإسلامية كما يلي:

1-1 أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

تتمثل أهم أوجه الشبه في: ²

- كل من السهم والصك يمثلان ملكية لحصة شائعة من صافي موجودات وأصول الشركة ،وتشمل هذه الأصول عادة المنافع والأعيان وما تؤول إليه من ديون أو نقود أو هما معاً.
- يستحق صاحب الصك والسهم حصة في صافي ربح الشركة تتناسب ومقدار مساهمته ومشاركته فيها.
- تدار موجودات الشركة من طرف جهة معينة تكون مسؤولة من قبل حملة الصكوك والأسهم.
- لحاملي الصك والسهم الحق في بيع ما يملكونه من الصكوك والأسهم إلى غيرهم متى ما أرادو ذلك.

1-2 أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم :

يمكن بيان أبرز أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم من خلال الجدول التالي:

¹حردان طاهر ، أساسيات الاستثمار، ط01، دار المستقبل للنشر ، عمان، الأردن ، 2009،ص19.

²كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية والعربية، أطروحة دكتوراه غ م، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 01، 2013-2014، ص213.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

الجدول رقم (01-01): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

المعيار	الصكوك الإسلامية	الأسهم
من حيث الشكل القانوني	كل معاملات الصك تخضع إلى أحكام الشريعة الإسلامية	القوانين الحاكمة لمعاملات الأسهم تخضع للقانون الوضعي فقط
من حيث الإصدار	تصدر الصكوك لمشروع معين لا يجوز تغييره	يمكن لمجلس الإدارة تغيير النشاط
من حيث المدة	ترتبط الصكوك بمدة معينة بحيث يتم إطفائها بعض الصكوك على مراحل	لا ترتبط الأسهم بمدة زمنية محددة وتبقى مدة حياة الشركة
من حيث الإدارة	مالكو الصكوك لا يشاركون في إدارة مشروع بطريقة مباشرة بل يكتفون بتوكيل مضارب وحده	يشارك مالكو الأسهم في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس للإدارة من بينهم

المصدر: رحال فطيمة مفتاح صالح، ، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس تعاون الخليج، بحث مقدم إلى مؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية، جامعة عباس فرحات ، سطيف، الجزائر، يومي 05-06 ماي 2014، ص10.

2- أوجه التشابه والاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات:

السند هو "التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المصدر تقديم مدفوعات مالية إلى المقرض والتي تتمثل في القيمة الإسمية (أصل المبلغ) إضافة إلى الفائدة ، وتسدد هذه المدفوعات خلال عدد معين من السنوات".¹

2-1- أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات :

تتمثل أهم أوجه التشابه بين الصكوك والسندات في:²

- تعتبر كل من الصكوك والسندات أوراقاً مالية متداولة والغرض الأساسي من التعامل بها الاستجابة للاحتياجات التمويلية لأصحاب العجز المالي.
- تتشابه الصكوك والسندات في مستوى المخاطرة التي تعتبر متدنية نسبياً، وهو ما يعكس درجة كبيرة من الاستقرار في العوائد المترتبة عنها.
- بإمكان كل من الصكوك الإسلامية والسندات أن تستعمل كأدوات لدى السلطة النقدية لتحقيق أهداف نقدية كامتصاص السيولة الفائضة في السوق النقدي.

¹ معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2003، ص109.

² زيتوني عبد القادر ، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2004، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016-2017، ص147.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

2-2- أوجه الاختلاف بين الصكوك صكوك الإسلامية والسندات .

يمكن إبراز أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم(01-02): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات.

المعيار	الصكوك الإسلامية	السندات
الشكل القانوني	حصة شائعة علة المشاركة في الربح والخسارة ويعتبر من الاستثمارات متوسطة الأجل وطويلة.	قرض بفوائد ثابتة ومحددة مسبقا ويعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل.
آلية الإصدار	يخضع للاكتتاب العام وبراعي في ذلك الضوابط الشرعية.	الاكتتاب العام.
التداول	إمكانية التداول باستثناء بعض صكوك.	قابلة للتداول.
الأرباح والعوائد	الربح غير مضمون إنما على أساس مبدأ المشاركة بالأرباح والخسائر.	الفوائد ثابتة ومحددة سلفا دورية.
القابلية للتحويل الى أسهم	لا يمكن تحويلها إلى أسهم لأن الصكوك عبارة عن مشاريع قائمة.	يمكن تحويلها إلى أسهم.
التمثيل القانوني للمالكين	تمثلهم هيئة مستقلة الشخصية مملوكة لحاملي الصكوك لدى الجهات الأخرى باعتبارهم (أرباب المال).	تمثلهم هيئة مستقلة شخصية مملوكة لمالكي السندات لدى الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم (مقرضين).
ضمان رأس المال	لا يخضع رأس مال إلى ضمان ويمكن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طريق العقد.	يمكن أن يكون كميًا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقا للمنصوص عليه في نشرة الإصدار.
الإطفاء	يمكن أن يكون جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط أو كليًا في نهاية مدة الإصدار	يمكن أن يكون جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقا للمنصوص عليه في نشرة الإصدار أو كليًا في نهاية مدة الإصدار.

المصدر: رحمانى سناء، ديلمي فتيحة، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول: النظام

المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف، مسيلة يومي 04 و05 فيفري 2019، ص 4-5

المبحث الثاني: تصنيفات الصكوك الإسلامية.

يمكن تصنيف وتقسيم الصكوك الإسلامية وفق عدة معايير منها حسب الآجال، الجهة المصدرة، الصيغة، وقد تم الاعتماد في هذا المبحث على معيار الصيغة باعتباره المعيار الأشهر والمتعارف والمعتمد من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية القائمة على أساس المشاركة.

تنقسم الصكوك الإسلامية المصدرة على أساس المشاركة إلى خمسة أنواع وهي كالآتي:

1- صكوك المشاركة.

1-1 تعريف المشاركة:

- لغة: " يقال اشتركا وتشاركا وتشارك أحدهما مع الآخر و المشاركة أصلها من شرك وجمعها شراك وشركة، وشركة في البيع أو الميراث.¹ وهي أن يكون اشتراك بين شخصين لا ينفرد به أحدهما"²
- اصطلاحاً: هي عقد من عقود الأمانة، يتفق بموجبه شخصان أو أكثر على الاشتراك في رأس المال والجهد (العمل) بحيث يكون صاحب الجهد أو الجزء من المال غير كافي للقيام بالنشاط المرغوب فيه، فيضطر للجوء إلى طرف آخر ليكمل ما ينقصه من المال شرط تقاسم الأرباح والخسائر معاً حسب نسب رأس المال لكل منهم.³

2-1 تعريف صكوك المشاركة:

هي " صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة. باعتبارها وثائق متساوية القيمة تصدر بهدف استخدام الأموال المعبأة لإنشاء مشروع جديد، أو تحسين وتطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط تجاري على أساس أحد عقود الشراكة، ويصبح حاملي الشهادات مالكي المشروع أو أصل النشاط حسب حصصهم"⁴

3-1 مشروعية صكوك المشاركة:

أجاز الفقهاء مشروعية المشاركة كصيغة تمويلية إسلامية، بالاستناد إلى ما نصت عليه الآية 24 من سورة ص في القرآن الكريم .

¹ مجد الدين الفيروز آبادي، القاموس المحيط، دار الحديث، القاهرة، مصر، ص 299.

² أبي الحسن أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، الجزء الثالث، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، دس، ص 265.

³ حسن بالعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية دراسة مقارنة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 28.

⁴ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2008، ص 180.

وروي عن رسول الله أنه قال: «أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانه خرجت من بينهما»، والمراد بذلك أن الله عز وجل يضع البركة للشريكين في مالهما ما لم يخن أحدهما صاحبه، كما يروي عن رسول الله أنه كون شركة بينه وبين شخص يدعى السائب بن شريك»¹.

وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة، ومستند جواز ذلك، أنها تمثل حصة من أعيان أو خدمات أو منافع، والمعيار الشرعي رقم (17) نص على أن مصدر الصكوك يعتبر طالب للمشاركة معه في نشاط معين أو مشروع محدد، والذين اكتتبوا هم الشركاء في عقد المشاركة، وأن حصيلة الاكتتاب تمثل حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغمها، ويحصلون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت أو يتحملون الخسائر.²

1-4 خصائص صكوك المشاركة:

تتميز صكوك المشاركة بمجموعة من الخصائص نذكر منها:³

- الاستثمار فيها على أساس الربح والخسارة.
- لها تاريخ استحقاق و قابلة للتحويل.
- يمكن تأمينها برهن اصول ثابتة.
- ستعمل فقط للمشروع قيد التمويل.
- يلزم تعيين مدقق للمراقبة.
- توزيع الأرباح حسب الاتفاق بين الادارة والمستثمرين، وذلك قبل اقتطاع الضرائب.
- في حالة الخسائر تستوعب الاحتياطات، وفي حال عدم الكفاية توزع الخسائر حسب نسبة المشاركة.
- يحق للمستثمر الاكتتاب في اصدارات جديدة من الشهادات. ولا يتم تغيير أي شرط إلا بموافقته.

1-5 أنواع صكوك المشاركة:

يمكن تقسيم صكوك المشاركة إلى نوعين وهما:

- **صكوك المشاركة المؤقتة:** تعتبر هذه الصكوك مشروعاً يكون معيناً بمدة زمنية محددة، يمكن استرداد قيمته الإسمية بالتدريج، حيث يحصل حملة الصكوك على جزء من القيمة الإسمية للصكوك مقسمة على فترات

¹ رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية، المجلد 11 (الأسواق المالية في الاسلام)، ط01 دار السلام للطباعة والنشر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 2010، ص230.

² المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 474.

³ فريد مشري، صيرينة عتروس، السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، ص 100-101.

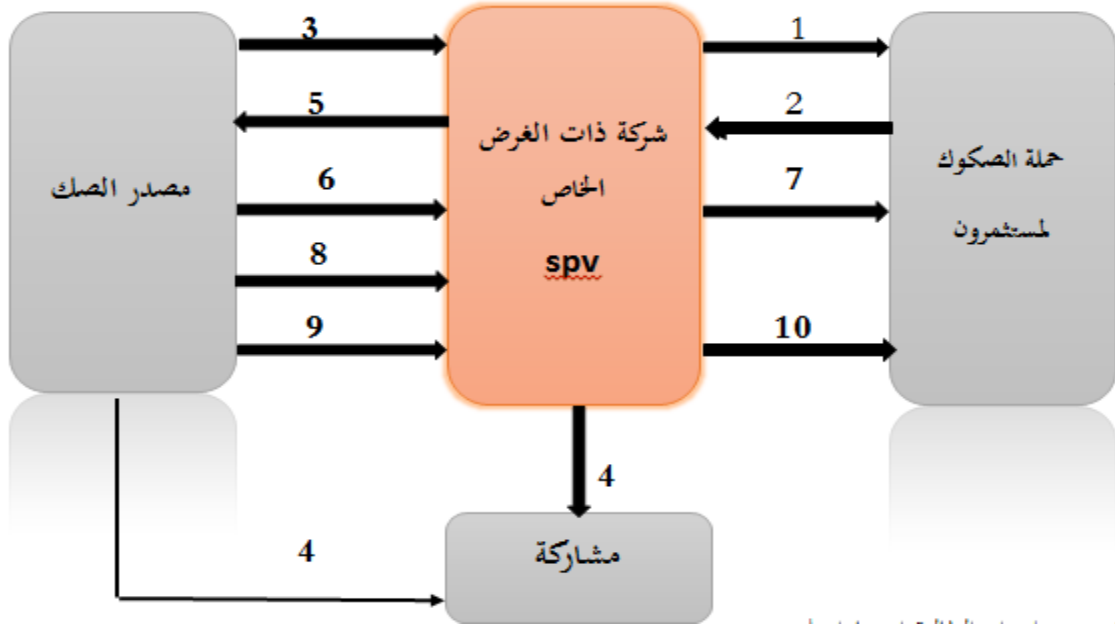
الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

حتى يستردوا كامل هذه القيمة بالإضافة إلى الأرباح، وبذلك يكون الصك قد أطفأ أو بتعيين زمن محدد، حيث يحصل حملة الصكوك على القيمة الإسمية والأرباح في تاريخ تصفية المشروع.¹

- **صكوك المشاركة الدائمة:** تتشابه هذه الصكوك مع الأسهم الدائمة إذ تسمح بدخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال النشاط وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب، سواء كانت الإدارة لحملة الصك أو للمصدر أو لطرف ثالث محدد ويقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بإنشاء مشروع موازي أو بالتوسع فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.²
- 1-6 آلية إصدار الصكوك المشاركة:

يخضع إصدار صكوك المشاركة لهيكل معين وخطوات منظمة نوضحها من خلال الشكل الموالي:

- الشكل رقم (01-01): آلية إصدار صكوك المشاركة



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

- أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، ورقة بحثية مقدمة الى المؤتمر الدولي حول آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013، ص 14.

- BENBEKHTI Seyf Eddine, **Islamic finance : A promising form of financing in frastructure's projects A proposal for a solar energy station financed by islamic sukuk**, Strategy and Development Review, Volume 09, N° : 16 (2019), p 111

¹ سليم قط، مسعودة نصبة، مرجع سابق، ص 124.

² عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 18، جوان 2017، ص 54.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

من خلال الشكل رقم (01-01) يتضح أن خطوات اصدار صكوك المشاركة تتمثل في:

1. تصدر الشركة ذات الغرض الخاص بالصكوك وفقاً لنشرة الإصدار.
2. يدفع المستثمرون مقابل الصكوك، ويكتبون فيها ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
3. يبرم عقد مشاركة من طرف الشركة ذات الغرض الخاص مع مصدر الصك.
4. يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بدفع حصة الصكوك النقدية في رأس مال المشاركة، من حصيله الصكوك، للجهة المنشئة (مصدر الصك)، التي تدفع حصتها العينية أيضاً بعد تقويمها.
5. يبرم عقد إدارة مع الجهة المنشئة لإدارة استثمار رأس مالها والمشاركة.
6. يدفع المصدر (المدير) حصة الصكوك من الأرباح، وتحتفظ بما تبقى عن نسبة معينة في احتياطي. وهي توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المنشئة (مدير المشاركة).
7. يقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
8. في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي يصدر مصدر الصكوك تعهداً بشراء حصة هذه الصكوك.
9. ينفذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المصدرة (المشتري) الحصة من المصدر (البائع) في حالات معينة.
10. تدفع الجهة المصدرة ما تم تحصيله بعد تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك من خلال إطفاء الصكوك.

2- صكوك المضاربة (المقارضة):

2-1- تعريف المضاربة:

- لغة: الضرب مصدر ضربته وضرَبُهُ ضَرْباً وضرَبُهُ¹، والمضاربة على وزن (مفاعلة) مشتقة من الفعل ضرب ويأتي هذا الفعل بمعنى سار وسافر ويقال: ضربت في الأرض أبتغي الخير من الرزق، وتأتي بمعنى كسب وطلب ويقال: فلان يضرب المجد أي يكسبه ويطلبه وتسمى قراضاً وهي مشتقة من القرض وهي الاقتطاع لأن رب العمل يقطع جزءاً من ربحه لرب المال.²
- اصطلاحاً: يقصد بمصطلح المضاربة أو القراض ذلك العقد القائم يتفق بموجبه شخصان أو أكثر على أن يكون العمل من أحدهما والمال من أحد آخر، على أن يكون توزيع بينهم بحسب الاتفاق، والخسارة على

¹ ابن منظور، مرجع سابق، ص 2565.

² محمد محمود، مصطفى حسين، أضواء على المعاملات المالية في الإسلام، ط2، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999، ص 145.

صاحب رأس المال، وقد أطلق عليها القراض لأن صاحب المال يقتطع جزءا المال ويجعل حق التصرف فيه للعامل، والعامل يقتطع جزءا من الربح ويعطيه لصاحب المال.¹

1-2 تعريف صكوك المضاربة:

تمثل هذه الصكوك أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة.² وتمثل هذه الصكوك ملكية مشتركة لوحدات متساوية القيمة في حقوق ملكية المضاربة. حملة صكوك المضاربة هم موردو رأس المال (رب المال) ويملكون أسهماً في حقوق المضاربة وعوائدها بحسب نسبة الملكية. يحق لحاملي صكوك المضاربة نقل الملكية عن طريق بيع صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية.³

2-2 مشروعية صكوك المضاربة:

المضاربة مشروععة بالكتاب والسنة والإجماع ونذكر أهم الأدلة على مشروعيتها على النحو التالي:

- من الكتاب: أجاز الفقهاء صيغة المضاربة استنادا لما جاء في القرآن سورة البقرة، الآية 198، التي نصت الآية على أمر برفع الجناح، وهنا الأمر يقتضي الإباحة والمضاربة عقد من العقود شرعاً لحاجة الناس إليها. وكذا سورة المزل الآية 20 التي جاء فيها أمر بالكسب الحلال لسد حاجة المرء.
- من السنة: ثبت في السنة في سيرة النبي أن رسول الله قبل مبعثه خرج الى الشام مضارباً بمال لخديجة بنت خويلد (رضي الله عنها). كما روى الصحابي صهيب (رضي الله عنه) أن رسول الله قال: «ثلاثة فيهن البركة: البيع إلى الآجل، والمقارضة، واخلاط البر بالشعير للبيت لا للبيع».⁴
- من الإجماع: ثبت عن ابن قدامه أنه تم الإجماع على أن كل من نحفظ عنه من أهل العلم على جواز المضاربة في الجملة. وأما الإجماع فإنه قد روى عن جماعة من الصحابة أنهم دفعوا مال اليتيم عبد الله بن مسعود إلى عمر وعثمان وعبد الله بن عمير وعبيد الله بن عمر وعائشة (رضي الله عنهم) ولم ينقل أنه أنكر عليهم ذلك.⁵

¹ نعم إسماعيل محمود، التمويل بسندات المقارضة دراسة فقهية مقارنة، مجلة كلية أصول الدين والدعوة بأسبوط، العدد 34، الجزء 02، 2016، ص 1064.

² بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015، ص 24.

³ Mohamad Zaid Mohd Zin, et al, **The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market**, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12), p474.

⁴ عبد الرزاق عبد المطلب حمدان، المضاربة كما تجربها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 10-11.

⁵ أبي حسن علي حبيب الماوردي، المضاربة، ط1، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 1989، ص 122.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

- وأجازت هيئة محاسبة ومراجعة المؤسسات المالية الإسلامية بجزء صيغة صكوك المضاربة وأوضحت أن العلاقة بين مصدر الصكوك (المضارب)، والمكتتبون المتمثلون في أرباب المال وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة في حال حدوثها.¹

2-3 خصائص الصكوك المضاربة:

تتميز صكوك المضاربة بمجموعة من الخصائص نوجزها كالآتي:

- صكوك المضاربة ذات عائد متغير غير محدد لكنه متوقع، وذلك من خلال دراسة نشاط وماضي الشركة المصدرة وتحليل مميزاتها المعروضة عبر السنوات ومؤشرات السوق.
- تضمن الشركة رأس المال في حالة سوء الاستثمار المؤدي الى انحراف كبير عن الربح المتوقع أو الخطأ الغش.
- تشمل كافة القطاعات الزراعية، الصناعية والخدمية والعقارية.²
- يقوم عقد صكوك المضاربة على أساس الشروط التي تحدد في نشرة الإصدار من المضارب، فيكون القبول بالموافقة من الجهة المصدرة للصكوك و الإيجاب بالاكتتاب.
- يمكن تداول صكوك المضاربة بعد انقضاء مدة الاكتتاب المحددة .
- يتم الاعلان على حساب الأرباح والخسائر للمشروع لمالكي الصكوك .
- يخصص جزء من الأرباح لمواجهة المخاطر التي قد تواجه النشاط أو المشروع الاستثماري.
- يعد المضاربون شركاء في المشروع بقيمة ما يملكون من حصتهم ومضاربين بالعمل بنسبة شائعة من الربح حسب نشرة الإصدار، ولا يضمن إلا بتعد أو تقصير أو إهمال.³

2-4 أنواع صكوك المضاربة:

- صكوك تسترد في نهاية المشروع: أي يكون رد المبلغ اضافة إلى والأرباح إن وجدت في آخر المشروع ويمكن أن توزع الأرباح ويبقى أصل المال لآخر المشروع أو تحمل الخسائر في حال تحققها.⁴
- صكوك تسترد تدريجياً: أي ترد قيمة الصكوك مع الأرباح إن وجدت في مدة زمنية معينة.⁵

¹ المعيار الشرعي رقم 17، (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية)، مرجع سابق، ص 475.

² إبراهيم محمد عبد السميع محمد، الصكوك الإسلامية كمنتج شرعي بديل عن الأدوات الربوية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة كلية أصول الدين والدعوة، العدد 35، 2017، ص 915.

³ وسام شالور، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات -سبكيم-، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدول حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس 01، سطيف، الجزائر، يومي 05 و06 ماي 2014، ص 11.

⁴ علي محي الدين علي القره داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، ط3، دار البشائر الإسلامية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2009، ص337.

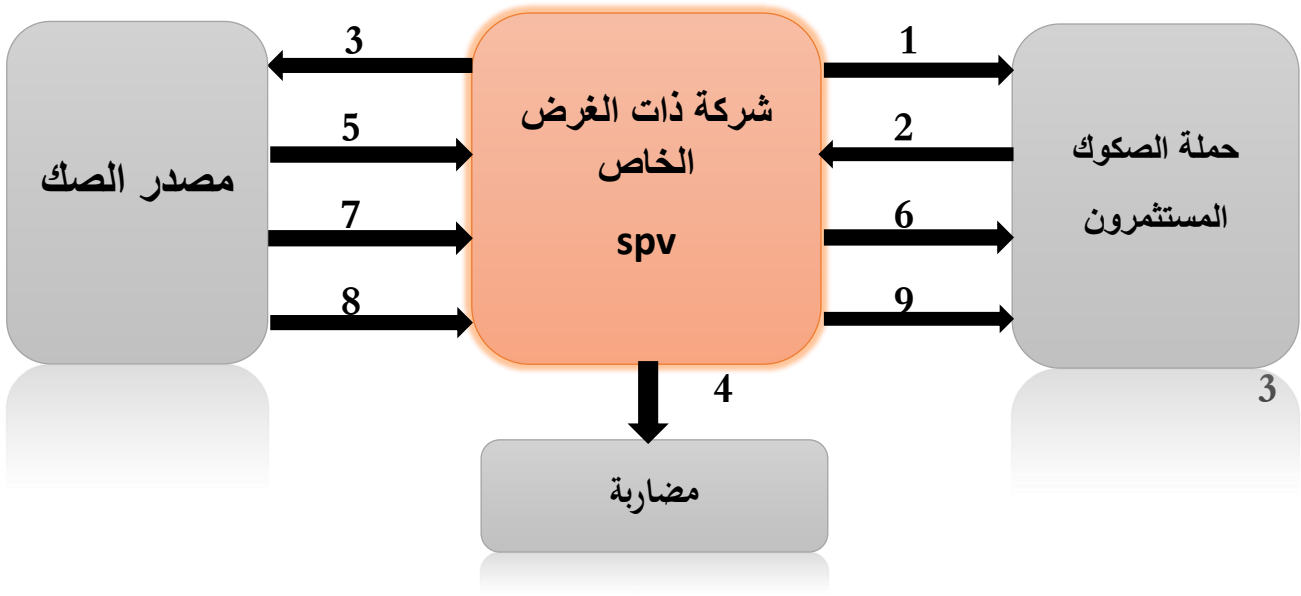
⁵ محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، ط1، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص160.

- صكوك المضاربة المطلقة طويلة الأجل: تكون آجال هذه الصكوك ما بين 10 سنوات و20 سنة، ولا يحدد فيها المشروع المصدرة لأجله، وإنما للمضارب الحرية في اختيار أي مشروع للاستثمار به، وفي حالة تحقيق أرباح توزع سنويا على أصحاب هذه الصكوك.
- صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل: تكون آجال هذه الصكوك ما بين 10 سنوات و20 سنة، لكن تخصص لمشروع محدد ومعين، كما يمكن أن تحدد المدة اللازمة الخاصة بالمشروع.¹

2-5- آلية إصدار صكوك المضاربة:

يمكن توضيح آلية إصدار صكوك المضاربة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-02): آلية إصدار صكوك المضاربة:



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على: أسد الكيلاني، مرجع سابق، ص 13.

من خلال الشكل 01-02 يتضح أن آلية اصدار صكوك المضاربة هي كالاتي:

1. تصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) الصكوك، وفقاً لنشرة الإصدار.
2. يتم الاكتتاب من قبل المستثمرين في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوض للشركة ذات الغرض الخاص بالتعاقدات بالنيابة عنهم.

¹ الزعبي حمو، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية، المجلد 02 العدد 05، 2011، ص 215.

3. تبرم الشركة ذات الغرض الخاص عقد مضاربة مع الجهة المصدرة للصكوك والتي تحتاج السيولة، لتستثمره وفق خطة الاستثمار ومجاله المتفق عليه.
4. يدفع المصدر رأس مال المضاربة، من حصيلة الصكوك، للجهة لمصدر الصكوك.
5. تدفع الجهة المصدرة للصكوك (المضارب) حصة الصكوك من ربح المضاربة، وتستبقي ما يزيد عن نسبة محددة في احتياطي. وتوفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للجهة المصدرة للصكوك (المضارب).
6. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
7. تصدر الجهة المصدرة للصكوك (المتعهد) تعهداً بشراء أصول الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
8. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة المشتري (الحصة من المصدر) (البائع) في الحالات المحددة.
9. تدفع الشركة ذات الغرض الخاص ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك ثم يتم إطفاء الصكوك

3-صكوك المساقاة:

3-1 تعريف المساقاة:

- لغة: مساقاة مفاعلة أصلها من السقي، وهي أن يستخدم رجل في نخيل أو كرم، ليقوم بسقيها وإصلاحها، على أن يكون له سهم وحصة مما تغله من ثمار.¹

- المساقاة اصطلاحاً: عرفها الشافعية بأنها " أن يؤمن عاملاً على شجر من عنب أو نخل أو غيره ليتعهده بالسقي والتربية على أن يقتسما الثمرة لهما" وعرّفها الحنابلة بأنها: "اتئمان الشجر إلى من يقوم عليه بجزء معلوم من تغله ثماره".²

3-2 تعريف صكوك المساقاة: تعرف بأنها "وثائق متساوية القيمة تصدر لاستعمال حصيلتها في رعاية أشجار مثمرة والإنفاق عليها وسقيها وفق مبدأ عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما تم الاتفاق عليه في العقد، وهي تمثل حصصاً شائعة في موجودات المساقاة من آلات ومعدات، ولحملة الصكوك حصة متفق عليها مما تنتجه الأرض".³

¹ أحمد الشرباصي، مرجع سابق، ص 422.

² خالد سعود عبد الله رشود، مرجع سابق، ص 593.

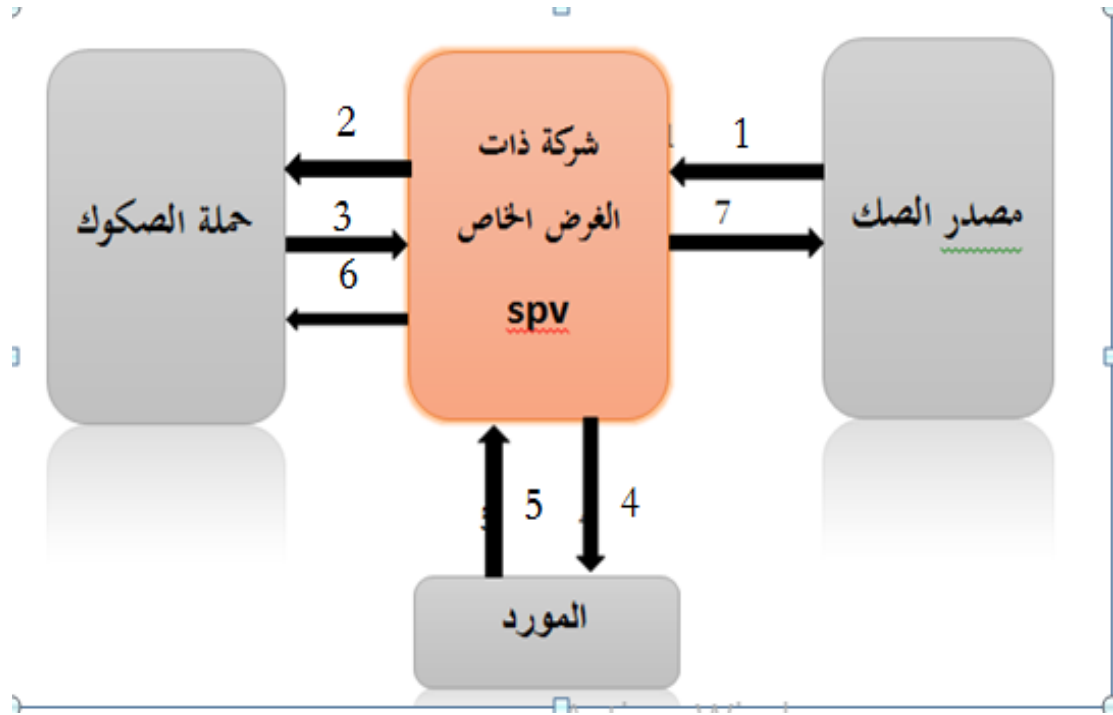
³ الزعبي حمو، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية- أهمية الابتكارات المالية الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي: صكوك الاستثمار الإسلامية نموذجاً، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد 02، ديسمبر 2017، ص 7.

3-3 مشروعية صكوك المساقاة:

يمكن الاستدلال على مشروعية المساقاة مما ذهب إليه معظم الفقهاء استناداً إلى ما رواه مسلم والبخاري عن ابن عمر رضي الله عنهما أن الرسول ﷺ عامل أهل خيبر بشطر مما يخرج منها من ثمر أو زرع، وروى الإمام البخاري عن أبي هريرة (رضي الله عنه)، أن الأنصار قالوا للنبي أقسم بيننا وبين إخواننا، أي المهاجرين، النخيل، قال رسول الله ﷺ: لا فقالو: تكفونا المؤونة ونشركم في الثمرة، قالو سمعنا وأطعنا.¹ وقد أجازت هيئة المؤسسات المالية صكوك المساقاة والمعياري الشرعي رقم 17 كما قام بعملية تبيان وتوضيح طبيعة العلاقة بين طرفي العقد، فالمصدر الصك هو مالك الأرض ومنافعها، وأن الذين اكتتبوا فيها هم الساقون، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر والمكتتبون هم أصحاب الأرض الذين سقيت الأرض بخصيلة مدفوعاتهم ويستحق حملة الصكوك الثمار حسب المتفق عليه.²

3-4 آلية إصدار صكوك المساقاة

آلية إصدار صكوك المساقاة



المصدر: سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي و التصكيك الإسلامية في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي- خلال الفترة (2001-2015)، قسم العلم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خير، بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص.93

¹ خالد سعود عبد الله رشود، مرجع سابق، ص 593.

² المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 476.

من خلال الشكل 01-03 يتبين أن آلية اصدار صكوك المساقاة تتبع الخطوات الموالية:

1. يتم إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص من قبل الجهة المصدرة للصدور المتمثلة في مالكي الأشجار بغرض تحصيل الأموال .
2. يتم تقييم تكاليف رعاية الشجر، ثم تصدر صكوك المساقاة بقيمة التكلفة الكلية إذ يمثل الصك الواحد حصة من الثمر.
3. يتم الاكتتاب في الصكوك المصدرة على أساس المساقاة
4. تحول حصيلة الاكتتاب للشركة ذات الغرض وتمثل الحصيلة تكاليف العناية بالشجر.
5. يتم توظيف الحصيلة فيما وجدت من أجله من قبل الشركة ذات الغرض الخاص أو أي جهة مخولة برعايتها وسقاية الأشجار والاتفاق عليها على أساس عقد المساقاة.
6. تقسيم الغلة حسب الاتفاق: فتعطى حصة للجهة المصدرة وحصة لحملة الصكوك وذلك عن طريق من طرف الشركة ذات الغرض الخاص فيها أو الجهة المعنية بالمساقاة بالبيع مثلا واعطاء كل ذي حق مستحقه منهم.
7. تدفع الأرباح لحملة الصكوك إن تحققت.

4- صكوك المغارسة:

4-1 تعريف المغارسة:

- المغارسة لغة: وهي مفاعلة مشتقة من الفعل غرس، وجاء في اللغة غرس الشجر أي أثبته في الأرض.¹
- المغارسة اصطلاحا: وهي دفع الأرض الصالحة للزراعة لشخص لكي يغرس فيها شجرا، على أن يتم اقتسام الشجر الأرض بين الطرفين حسب الاتفاق.²

4-2 تعريف صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر حصيلة الاكتتاب بها لاستعمالها في غرس أشجار وفيما يستلزمه هذا النشاط من نفقات وأعمال على أساس عقد المغارسة، ويكون لحملة هذه الصكوك حصة في الأرض والغرس.³

¹ محود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2008، ص204.

² المرجع نفسه، ص 204.

³ مختار بونقاب، زواويد لزهاري، الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة دراسة تجارب بعض الدول، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الآليات الحديثة لتمويل التنمية الاقتصادية: نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، يومي 25 و26 أبريل 2018، ص 8

4-3 مشروعية صكوك المغارسة:

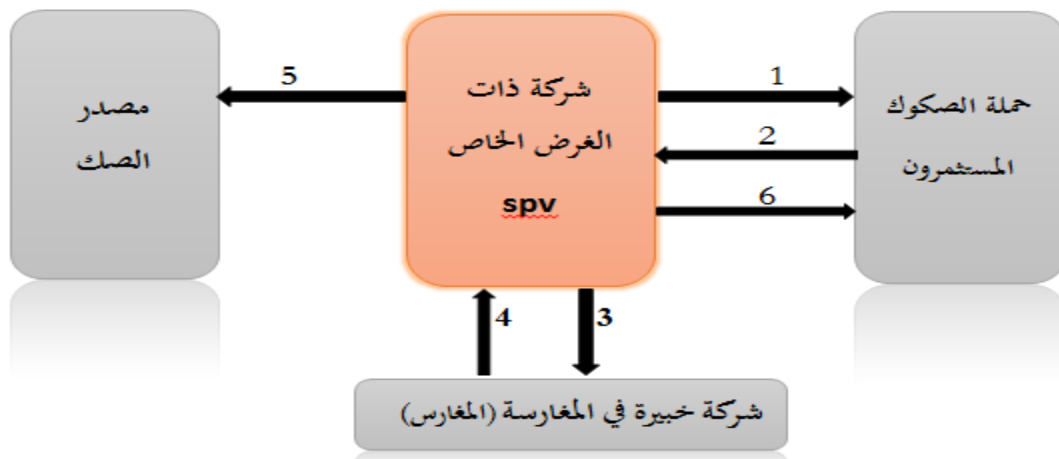
- اختلف جمهور العلماء المغارسة في جواز المغارسة كصيغة استثمارية، وقد أجازها المالكية بشروط وهي كالتالي:¹
- يجب أن لا تكون الأرض موقوفة.
 - يجب أن تكون الأشجار ثابتة الأصول كالزيتون مثلاً ولا يجوز زراعة الأشجار غير الثابتة.
 - يجب تتوافق أصناف الأشجار مع مدة ثمرها، من أجل تقسيم الحصيلة بين الأطراف المتعلقة بالعقد
 - يجب أن لا يكون أجل هذه الصيغة إلى سنين كثيرة فوق الإثمار.
 - يجب أن تكون حصة العامل من الشجر والأرض معاً.

وقد أجازت هيئة المؤسسات المالية صكوك المساقاة والمعياري الشرعي رقم 17، وأوضحت من خلاله علاقة المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكاتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. وقد يكون المصدر هو المغارس والمكاتبون هم (المستثمرون) الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابها ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها الأرض والشجر.²

4-4 آلية إصدار صكوك المغارسة:

يمكن توضيح آلية إصدار صكوك المغارسة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-04): آلية إصدار صكوك المغارسة



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على: عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص 164.

¹ محود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، نفس المرجع أعلاه، ص 205.

² المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 476.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

من خلال الشكل 01-04 يتضح أن آلية إصدار الصكوك المغارسة تتبع الخطوات الآتية:

1. يقدم مالك الأرض الصالحة للزراعة كالدولة مثلاً، ويرغب في تشجير هذه الأراضي بأشجار ، ويحتاج إلى تمويل لتسوية الأرض وتجهيزها ومد شبكات الري، ثم غرسها بالأشجار المرادة إلى المصرف الإسلامي وتقوم شركة ذات غرض خاص تكون وكيلة عن مالك الأرض بإصدار صكوك مغارسة لصالح المستثمرين.
2. يتم بعد جمع حصيلة الاكتتاب، يقوم مدير الإصدار بصفته نائباً عن حملة الصكوك، بتعيين شركة زراعية خبيرة تتولى عملية المغارسة نيابة عن حملة الصكوك مقابل أجر معلوم.
3. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعقد مغارسة مع شركة أو أفراد (المغارسون) لغرس مساحة الأرض وتستأجر خدماتهم
4. تتولى الشركة الخبيرة في الزراعة تحصيل ثمن المساحة المغروسة وإعطائها إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي تُعطي مالك.
5. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعطاء مالك الأرض حصته من الأرض بالفاكهة أو حصيلة البيع.
6. تتولى شركة ذات الغرض الخاص توزيع الأرباح إن وجدت على المستثمرين.

5- صكوك المزارعة:

5-1 تعريف صكوك المزارعة:

- المزارعة لغة: زرع زراعاً، أي طرح الزراعة بمعنى البذر في الأرض، وزارع مزارعة طرح الزرع في الأرض، زارع المزارع عامله على الأرض مقابل ما تخرجه وتقدم البذور من المالك.
- المزارعة اصطلاحاً: المزارعة هي عقد واتفق على الزرع ببعض الخارج، وهي دفع الأرض الى من يزرعها أو يعمل عليها والربح ويقسم الربح بينهما.¹

5-2 تعريف صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة، تصدر من أجل استعمال حصيلة الاكتتاب بها في تمويل مشروع على أساس عقد المزارعة وبذلك يصبح لحملة الصكوك حصة معينة في المحصول حسب ما حدد في العقد.²

¹ منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 1425هـ، ص16.

² حكيم براضية، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في إدارة السيولة وتمويل الموازنة العامة دراسة تجربة السودان 2008-2015، مجلة المعيار، العدد 16، ديسمبر 2016، 276.

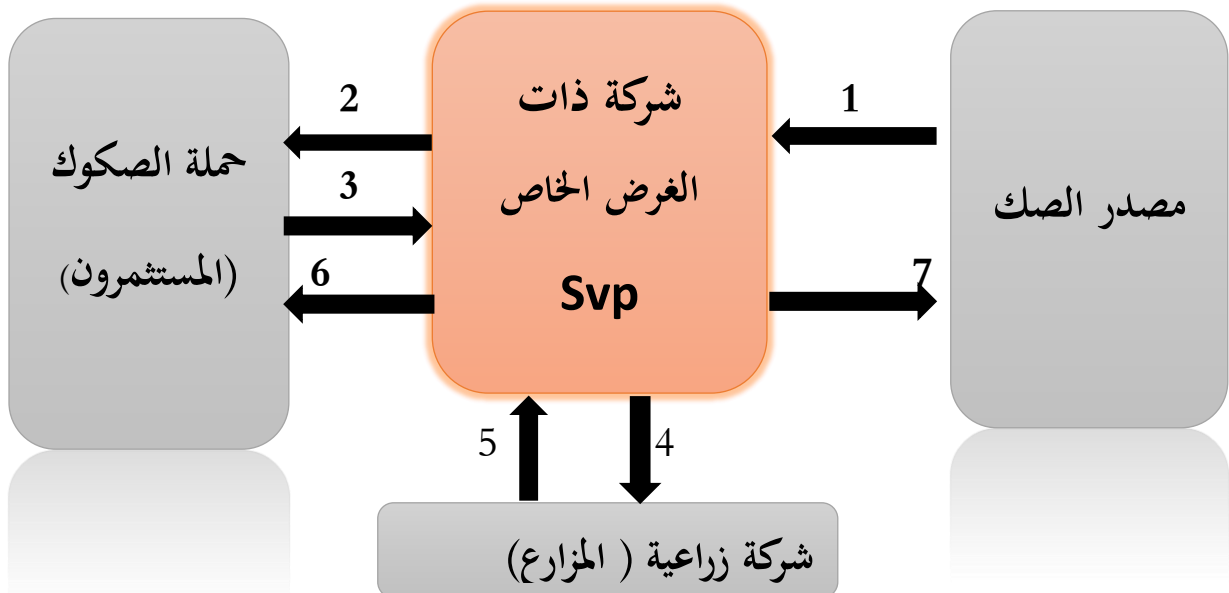
3-5 مشروعية صكوك المزارعة:

اختلف الفقهاء في جواز صيغة المزارعة فمنهم من أفتى بعدم جواز المزارعة ومنهم الشافعي وأبو حنيفة واستدلوا على رأيهم في ذلك بحديث زيد بن ثابت (رضي الله عنه) عن النبي ﷺ أنه قال: نحانا رسول الله عن المخابرة (المزارعة)، قال قلت وما المخابرة قال: أن تأخذ أرضاً بثلث أو نصف أو ربعاً. في حين أن بعض الفقهاء أجازها كالمالكية والحنابلة وأبو يوسف ومحمد صاحباً أبي حنيفة واستدلوا في ذلك بأن رسول الله ﷺ قد عامل أهل خيبر بشرط من الزرع و الثمر. لذا سميت بالمخابر كما أن الناس بحاجة إليها.¹ أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فقد أجازت هذه الصيغة كما وضحت طبيعة العلاقة بين طرفي العقد، وبيان ذلك على النحو التالي: المكتتبون هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل)، وأن المصدر لتلك الصكوك هو (مالك الأرض أو منافعها)، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة الزراعة، كما أنه يمكن أن يكون المصدر هو المزارع والمكتتبون هم أصحاب الأرض ويتحصل حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.²

4-5 آلية إصدار صكوك المزارعة:

يمكن توضيح آلية إصدار صكوك المزارعة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-05): آلية إصدار الصكوك المزارعة:



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: سناء نزار، مرجع سابق، ص 89.

من خلال الشكل 01-05 يتضح أن أهم خطوات آلية لإصدار صكوك المزارعة:

¹ محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص 203.

² المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 475.

1. تنشأ شركة ذات الغرض الخاص من طرف الجهة المصدرة وهي الجهة المالكة للأرض ، وتحويل ملكية هذه الأرض إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
2. يتم إصدار الصكوك وطرحها للاكتتاب.
3. يكتب المزارعون في هذه الصكوك.
4. تجمع حصيلة الاكتتاب في الصكوك وتتمثل في تكاليف الزراعة والتي تحصل من طرف الشركة.
5. توظف حصيلة الاكتتاب وفق عقد مزارعة المتفق عليه في المشروع.
6. يقسم محصول هذا النشاط بين الجهة المصدرة والشركة ذات الغرض الخاص باعتبارها المسؤولة عن إدارة محفظة الصكوك ويحول لها القيام بالأعمال من قبل حملة الصكوك، مقابل حصة من الأرباح أو ما أخرجته الأرض.
7. توزع الأرباح في حال تحقيقها.

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية القائمة على أساس البيوع.

1- صكوك المراجعة:

1-1 تعريف المراجعة:

- لغة: الربح في اللغة هو الزيادة الحاصلة في التجارة، وينسب الفعل تارة إلى صاحب التجارة وتارة إلى التجارة، ويقال رحمت تجارته وريح في تجارته ، والمراجعة بضم الميم وفتح الراء ممدودة ، والمزارعة من المفاعلة وهي عند الفقهاء أن يشترط البائع في بيع العرض أن يبيعه بما اشتراه به مع فصل أي زيادة شيء معلوم من الربح.¹
- اصطلاحاً: هي أن يذكر البائع للمشتري الثمن الذي اشترى به السلعة ويزيد عليه ربحاً ما ، فهي بيع السلعة بالثمن الذي اشتراها به وزيادة ربح معلوم للعاقدين.²

2-1 تعريف صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر من أجل استعمال حصيلة الاكتتاب بما في تمويل شراء سلعة المراجعة وتصبح هذه الأخيرة مملوكة لحملة الصكوك.³

3-1 خصائص صكوك المراجعة:

تتميز صكوك المضاربة بخصائص ومميزات جعلت منها أداة مناسبة في مجال التمويل والاستثمار، ونذكر منها:¹

¹ محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1993، ص 52 .
² جعيد البشير، محمد طاهر، المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، ط1، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2014، ص 49.
³ رامي محمد كمال، مرجع سابق، ص 48.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

- تستند صكوك المراجعة على عقد شرعي هو عقد المراجعة للآمر بالشراء، وقد دلت الأدلة الشرعية على اعتباره وإقراره، وهو عقد يوطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك.
- تمثل صكوك المراجعة حصص ملكية شائعة في بضاعة المراجعة، لذلك فإنها لا تقبل التجزئة في مواجهة مصدرها.
- تعتبر من الأدوات المناسبة لتمويل شراء الأصول، مع توفر المرونة في تحديد فترة السداد.
- إمكانية تحديد نسبة الربح عند التعاقد، مما يتيح للمستثمر مقارنة العائد المتوقع مع عوائد الأدوات الأخرى.
- أن التمويل عن طريق صكوك المراجعة يتميز بسعة نطاقه؛ نظراً لتنوع السلع والخدمات والأغراض التي يمكن أن يغطيها التعامل بهذا النوع من الصكوك.
- أن التمويل بصكوك المراجعة لا يتوقف نجاحه على مدى جدية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع المطلوب تمويله، بقدر ما يتوقف نجاحه على مدة جدية الدراسات المتعلقة بالملاءة المالية للعميل (الآمر بالشراء) ومدى قدرته على السداد، مما يقلل من تكاليف التمويل، بخلاف الصكوك الأخرى التي غالباً ما يتوقف نجاحها على مدى جدية دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع المطلوب تمويله إضافة إلى الدراسات المتعلقة بالملاءة المالية للعميل وسمعته التجارية.
- يتميز التمويل بصكوك المراجعة بانخفاض درجة المخاطرة وارتفاع درجة الأمان فيه لتوفر درجة عالية من الضمانات، بخلاف كثير من الصيغ الاستثمارية.

1-4 مشروعية صكوك المراجعة:

بيع المراجعة جائز عند جمهور العلماء من الحنفية والمالكية والحنابلة والشافعية، لكنه خلاف الأولى عند المالكية، وكرهه بعض العلماء تنزهاً، وحرمة الظاهرية فيما ورد عنهم.² واستدل العلماء القائلون بجواز بيع المراجعة بأدلة من الكتاب والسنة والإجماع بجوزها كالاتي:³

- من الكتاب: جاء في القرآن الكريم في سورة البقرة الآية 275، نص واضح وصحيح على أن البيع حلال والربا حرام، وهو باق على حله حتى يستبين نص من الكتاب أو السنة يدل على تحريمه. كما جاء في سورة الجمعة الآية 10 التي حثت على العمل والكسب الحلال بعد أداء الصلاة. ووجه الدلالة من الآيتين أن (البيع) المراجعة ابتغاء للفضل من البيع.

¹ سعود بن ملح العنزي، محمود علي السراطوي، صكوك المراجعة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد 01، 2013، ص 221.

² علي جمعة محمد، وآخرون، المراجعة، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 39.

³ فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ص 137.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

- من السنة: قول رسول الله: إذا اختلف الجنسان فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد، وقوله: إنما البيع عن تراض.

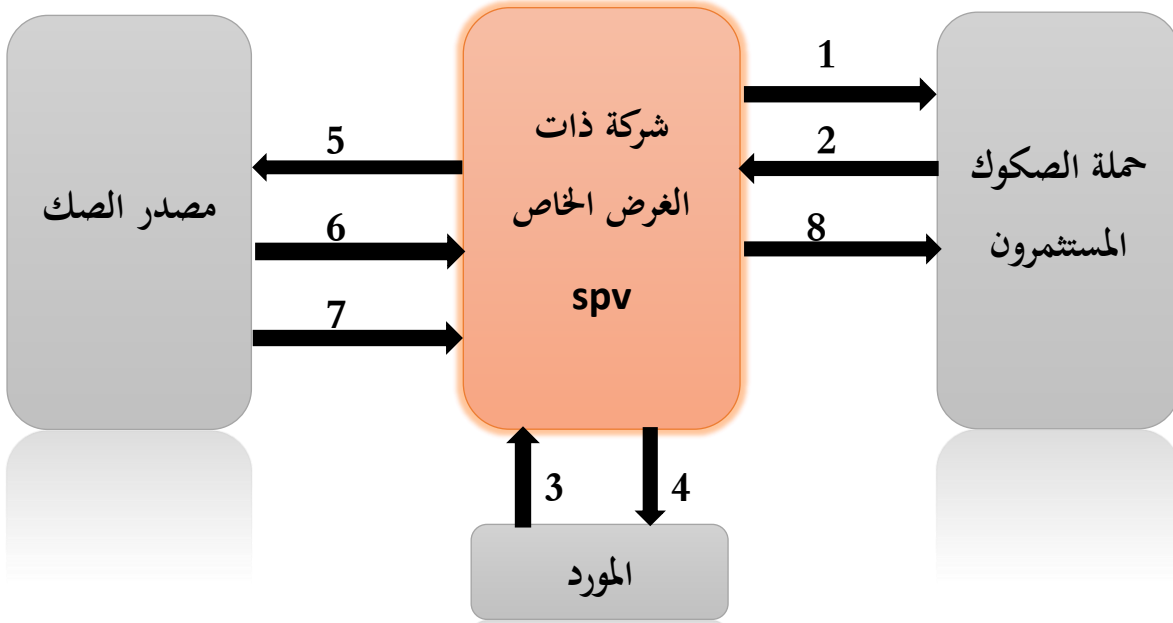
- من الإجماع: فقد تعامل المسلمون بالمراجحة في سائر العصور فكان ذلك اجماعاً على جوازها.

وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المراجحة والمعياري الشرعي رقم 17 حيث وضع العلاقة بين طرفي العقد كآلي: المصدر للصكوك هو البائع للبضاعة والمكاتبون فيها هم المشترون وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة الشراء ويملك حملة الصكوك سلعة المراجحة ويستحقون ثمن بيعه.¹

1-5 آلية إصدار صكوك المراجحة:

يمكن توضيح آلية إصدار صكوك المراجحة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-06): آلية إصدار الصكوك المراجحة:



المصدر: أسيد الكيلاني، مرجع سابق، ص 23.

من خلال الشكل 01-06 يتبين أن آلية إصدار صكوك المراجحة تركز على الخطوات التالية:

1. تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك المراجحة حسب ما اتفق عليه نشرة الإصدار.
2. يتم الاكتتاب في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.

¹ المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 474.

3. يبرم الشركة ذات الغرض الخاص (المشتري) عقد شراء (مساومة) مع (المورد البائع)، لشراء السلع التي تريدها الجهة المنشئة.
4. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع الثمن للمورد وتسلم السلع المشتراة تسليماً حقيقياً.
5. يقوم الشركة ذات الغرض الخاص (البائع بالمراجحة) ببيع السلع للجهة المصدرة (المشتراة بالمراجحة)، على أساس المراجحة بأقساط متفق على مبالغها وتواريخ استحقاقها، ويسلمها لها.
6. تقدم الجهة المصدرة للصكوك ضماناً لأقساط المراجحة
7. تدفع الجهة المصدرة للصكوك (المشتراة بالمراجحة) أقساط المراجحة في تواريخ استحقاقها
8. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسليم الأقساط ودفع التوزيعات الدورية. وبأخر قسط يتم دفعه من الجهة المصدرة للصكوك ويتسلمه الشركة ذات الغرض الخاص يتم إطفاء الصكوك.

2-صكوك الاستصناع:

1-2 تعريف الاستصناع:

- لغة: الاستصناع من "استصنع" واستصنع الشيء: دعا لصنعه أي: طلب صنعه. ، واستصنع فلان شيئاً: طلب منه أن يصنعه له، واصطنع الشيء أي: أمر أن يصنع له، ومصدر الكلمة من صنع يصنعه صنعا بالفتح والضم أي: عمله، والصناعة حرفة الصانع وعمله ، فالاستصناع في اللغة: الصنع، طلب الصنع، العمل، أما الصناعة: حرفة الصانع.¹
- اصطلاحاً: يقصد بالاستصناع اتفاق مع عميل على بيع أو شراء أصل لم يتم إنشاؤه بعد على أن تتم صناعته أو بناءه وفقاً لمواصفات المشتري النهائي وتسليمه له في تاريخ مستقبلي محدد بسعر بيع محدد سلفاً.²

2-2- تعريف صكوك الاستصناع:

هي اتفاقية مثل عقود التمويل الإسلامي الأخرى بيع الاستصناع، حيث يُطلب من الشركة المصنعة تصنيع سلعة محددة للمشتري. ، يتم تحديد سعر ومواصفات البضائع مسبقاً.³ ولتوضيح هذا المفهوم نقول إن عملية إصدار الصكوك على أساس عقد الاستصناع، تقوم على تجزئة قيمة الأصل المطلوب صنعه إلى وحدات متساوية

¹ أحمد بلخير، صكوك الاستصناع وتطبيقها المعاصرة، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الإسلامية، قسم الشريعة، تخصص الاقتصاد الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة 01، الجزائر، 2017-2018، ص27.

² أحمد شهاب العززي، إدارة البنوك الإسلامية، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص30.

³ Houcem Smaoui, Mohsin Khawaja, The Determinants of Sukuk Market Development Article in Emerging Markets Finance and Trade · November 2016, p6., njh

القيمة يمثل مجموعها قيمة ذلك الأصل ؛ ثم تصدر صكوك و تطرح هذه للاكتتاب بها ، و بعد يشترئها المستثمرون يصبح كل واحد من المكتتبين (المستثمرون) شركا في ذلك الأصل المستصنع بقدر ما يملكه من حصته والعائد الذي يستحقه كل مكتتب أو مستثمر في هذه الصكوك؛ هو الفرق بين تكلفة استصناع هذا الأصل و ثمن يبيعه للمستفيد النهائي منه.¹

2-3 خصائص صكوك الاستصناع:

تتميز صكوك الاستصناع بخصائص عديدة نذكر منها:²

- يتم تخصيص حصيلة الاكتتاب في صكوك الاستصناع في تمويل تصنيع سلعة معينة موصوفة الذمة تخضع أحكام إصدار صكوك الاستصناع لأحكام عقد الاستصناع المعروف في الفقه الإسلامي.
- صكوك الاستصناع لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار، وهي وثائق أو شهادات قد تصدر باسم مالكيها وقد تكون لحاملها، بفئات متساوية القيمة، تثبت ما لمالكها من حقوق فيما تمثله وما عليهم من التزامات، فالصك بهذا المعنى وثيقة إثبات ملكية.
- عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.
- أن يشترك حملة صكوك الاستصناع في غنمها، فيستحقون عوائدها المتمثلة في الفرق بين تكلفة العين المصنعة، و ثمن بيعها بالنسبة المحددة والمتفق عليها في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها أي الخسارة بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

2-4 مشروعية صكوك الاستصناع:

المذهب الحنفي وعلى خلاف باقي المذاهب التي تدرج صيغة الاستصناع ضمن صيغة السلم، اعتبرها صيغة مستقلة بذاتها و أورد الحنفية أدلة مشروعية الاستصناع بما يلي:

ما ثبت في الصحيحين من حديث عبد الله بن عمر -رضي الله عنهما- أن النبي صلى الله عليه وسلم اصطنع خاتما من ذهب وجعل فسه في بطن كفه إذا لبسه فاصطنع الناس خواتيم من ذهب فرقي المنبر فحمد الله وأثنى عليه فقال إني كنت اصطنعته وإني لا ألبسه فنبذه فنبذ الناس، ووجه الدلالة ان النبي استصنع خاتما من ذهب،

¹ أحمد بلخير، مرجع سابق، ص 54.

² عدنان محمد يوسف رابعه، صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة البحوث العلمية والدراسات الإسلامية، العدد 07، 2015، ص 52.

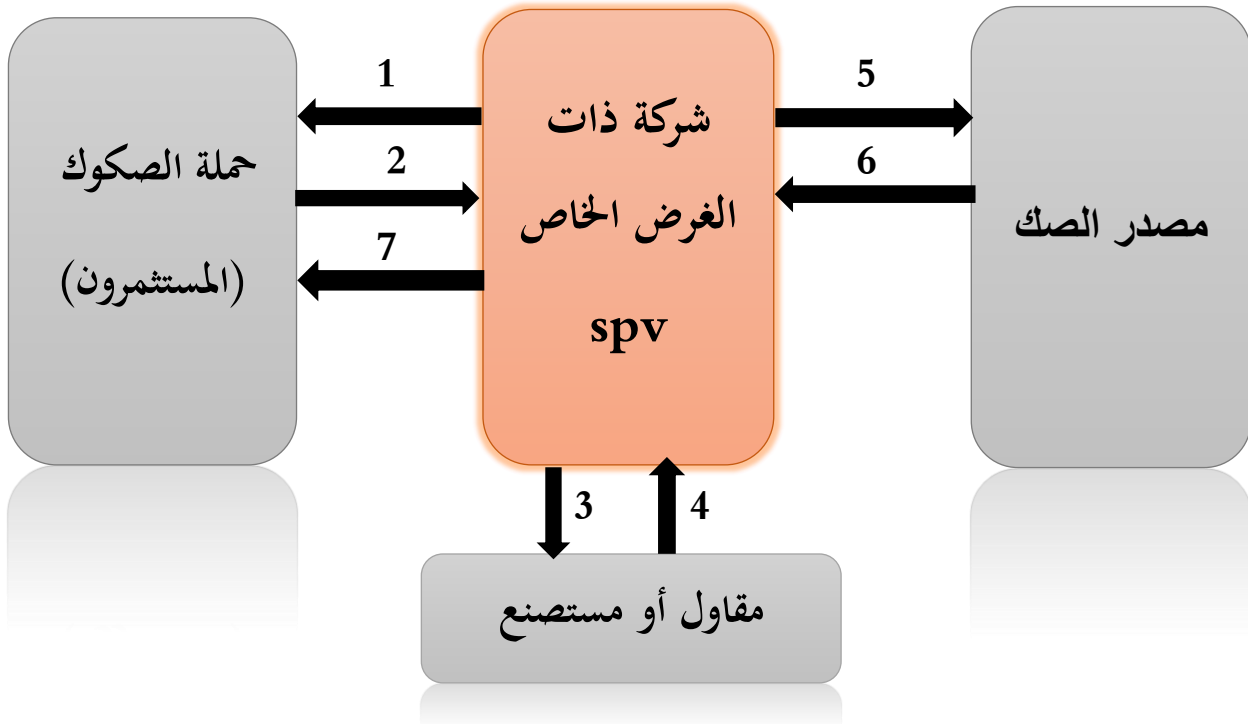
الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

ففيه مشروعية الاستصناع، وأما إلقاؤه له فلأنه كان من الذهب وقد حرم على الرجال التزين به، بدليل أنه اتخذ بعد ذلك خاتما من فضة.¹

5-2 آلية اصدار صكوك الاستصناع:

يمكن توضيح آلية اصدار صكوك الاستصناع من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-07): آلية إصدار صكوك الاستصناع.



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على:

—أحمد بلخير، صكوك الاستصناع وأهميتها ضمن البدائل التمويلية في الاقتصاد الجزائري، مجلة الحقوق الإنسانية —دراسات اقتصادية— العدد32، 2016، ص94.

من خلال الشكل 01-07 يتضح أن آلية اصدار صكوك الاستصناع تتركز على الخطوات التالية:

1. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك استصناع وطرحها للاكتتاب من قبل المستثمرين.
2. يكتب في الصكوك المصدرة من قبل المستثمرين ويدفعون المقابل الى الشركة ذات الغرض الخاص.
3. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بعقد استصناع مع مقاول أو صانع السلعة والاتفاق على مدة التسليم.

¹أحمد محمد محمود نصار، صكوك الاستصناع والبدائل المقترحة لتطويرها دراسة تحليلية، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 2015، ص

4. يقوم المقاول أو صانع السلعة بتنفيذ العقد وتسليم السلعة مقابل الأجر المتفق عليه.
5. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع السلعة المستصنعة لمصدر الصكوك.
6. يقوم مصدر الصكوك بدفع ثمن الاستصناع.
7. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد مبلغ التوزيع الدوري إلى المستثمرين من القسط المسبق حسبما يقتضي الحال أو من الأقساط الحالية التي تلقاها أو استلمها من المصدر.

3 صكوك السلم.

3-1 تعريف السلم:

- لغة: السلم في اللغة يرد بمعان عدة منها الاستسلام ومنها السلف والسلم بفتح السين مشددة وفتح اللام، ويقال أسلم في كذا وكذا وأسلف فيه بمعنى واحد.¹
- اصطلاحاً: السلم هو بيع يتعهد فيه البائع بتقديم سلعة محددة، في موعد مستقبلي محدد، مقابل ثمن مقدم يدفع سلفاً وقت العقد. ويكون الثمن كما تقدم حلاً غير مؤجل، وتكون السلعة مؤجلة. ويسمى المشتري «رب السلم» والبائع «مسلم إليه»، والمال الحال «رأس المال» والسلعة المشتراة «مسلم فيه».²

3-2 تعريف صكوك السلم:

هي "وثائق ذات قيم متساوية، تمثل حصص شائعة في ملكية منافع أو خدمات أو ملكية أعيان أو في ملكية أصول لمشروع محدد أو نشاط استثماري خاص مباح شرعاً، إذ يتم الاكتتاب بها و تحصيل هذه القيم وقفل باب الاكتتاب وبدء استعمالها لما أصدرت من أجله".³

3-3 مشروعية صكوك السلم:

يبيع السلم جائز بالكتاب والسنة والإجماع والقياس ونذكر ما ورد من أدلة الجواز كالآتي:

- من الكتاب: أجاز الفقهاء السلم عموماً استناداً لما جاء في سورة البقرة الآيتين 275 و 282 ، حيث قال ابن عباس رضي الله عنه أشهد أن السلف المضمون إلى أجل مسمى قد أحله الله في كتابه وأذن فيه. ثم قرأ الآية 282 من سورة البقرة.

¹ حامد حسن، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية، ط1، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011، ص465.

² عمر أحمد كشكار، مقدمة في التمويل الإسلامية، ط1، دار الرواد للنشر، دمشق، سوريا، 2019، ص128.

³ رشيد دغال، دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد92، ص10.

وفي رواية أخرى قال ابن عباس رضي الله عنه: ان هذه الآية نزلت في السلم خاصة وهي تتناول بعمومها جميع المدائنات .¹

- أما بالسنة:

من أدلة السنة ما رواه البخاري، قال: قدم النبي المدينة وهم يسلفون بالتمر السنتين والثلاث، فقال: من أسلف في شيء ففي كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم.²

- أما بالإجماع:

ثبت على الصحابة أنهم أجمعوا على جواز بيع السلم واستدلوا في ذلك على تعاملهم بهذه الصيغة في عهد النبي.

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك السلم، وأوضحت العلاقة بين طرفي العقد، وبيان ذلك على النحو التالي: البائع لسلمة السلم هو المصدر ، المشترون للسلعة هم المكتتبون فيها هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم) هو وحصيلة الاكتتاب ، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي.³

وقد حدد الفقهاء شروط عقد السلم بمجموعة من الشروط نذكر منها:⁴

- ألا يؤدي السلم الى الربا، بأن تجوز النسيئة في البدلين.

- قبض رأس مال السلم المعلوم في مجلس العقد، وأن يكون المسلم فيه ديناً موصوفاً في الذمة.

- أن يكون المسلم فيه معلوماً بذكر مقدراه وجنسه ونوعه وأوصافه المنضبطة.

- أن يكون المسلم فيه مؤجلاً أجلاً معلوماً، ومما يغلب وجوده عند حلول الأجل.

3-4 آلية اصدار صكوك السلم.

يمكن توضيح آلية اصدار صكوك السلم من خلال الشكل الموالي:

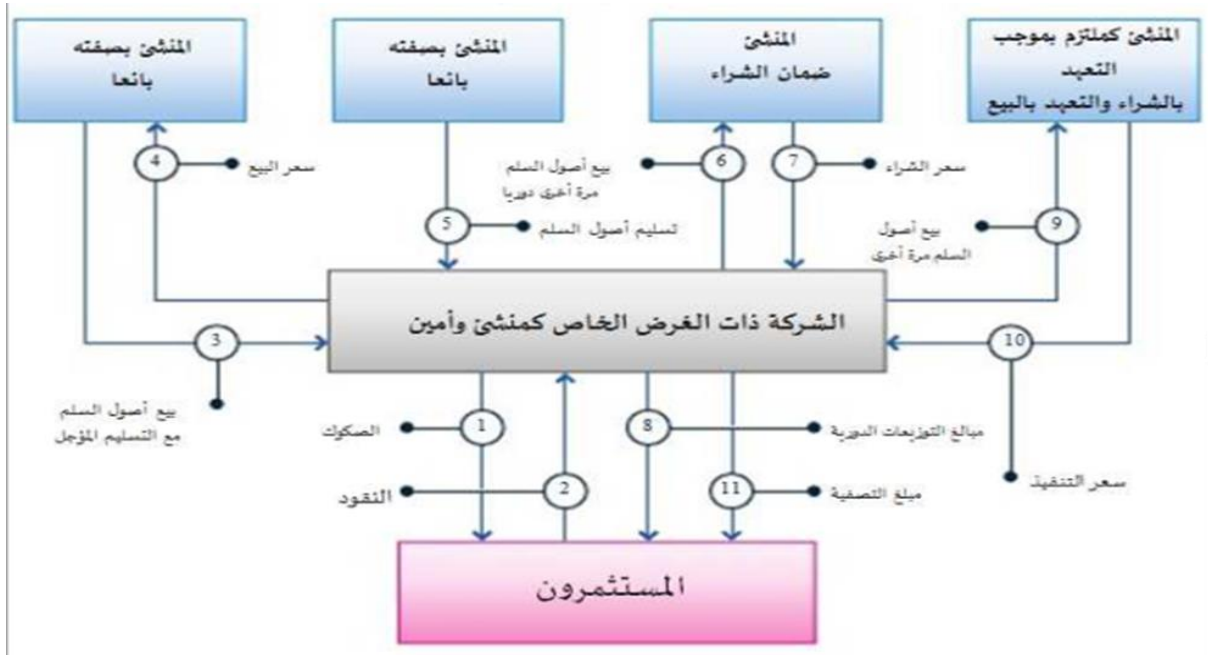
¹ رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية (الأسواق المالية في الاسلام)، المجلد 01، ط 01، دار السلام للطباعة والنشر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 2010، ص 227.

² رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي (عقود التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية)، ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2009، ص 451.

³ المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 473-474.

⁴ محمد بن عبد العزيز بن سعد اليمني، مجلة الدراسات الإسلامية، المجلد 25، العدد 02، 2013، ص 155.

الشكل رقم (01-08): آلية إصدار صكوك السلم



المصدر: عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص 174.

من خلال الشكل 01-08 يتضح أن آلية إصدار صكوك السلم ترتكز على الخطوات التالية:

1. إصدار الصكوك والتي تمثل حصة غير مجزأة في ملكية (أصول السلم) والتي يتم تسليمها من قبل المنشئ. وهي تمثل أيضاً حقاً نحو (الشركة ذات الغرض الخاص) لسداد الدفعات الدورية ومبلغ التصفية أو الإنهاء.
2. يكتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل إلى (الشركة ذات الغرض الخاص) المبلغ (الأصلي المطلوب) يتعين الشركة ذات الغرض الخاص كأمين على المبالغ وأي أصول تنشأ باستخدامها، ومن ثم يعمل كأمين نيابة عن المستثمرين.
3. يدخل المنشئ في ترتيبات شراء وبيع مع الأمين، ووفق هذه الترتيبات يوافق المنشئ على بيع أصول السلم ويوافق الأمين على شرائها من هذا الأخير على أساس الدفع الفوري وشروط تسليم مؤجل.
4. يقوم الأمين بسداد سعر البيع إلى الشركة ذات الغرض الخاص نظير شرائه لأصول السلم بمبلغ يُعادل المبلغ الأصلي.
5. قبل كل تاريخ تُستحق فيه مبالغ التوزيع الدورية للمستثمرين، يقوم المنشئ بتسليم أصول السلم إلى الأمين.
6. المنشئ بصفته ضامناً يشتري نسبة من أصول السلم من الأمين بسعر شراء يتفق عليه.
7. يدفع المنشئ سعر الشراء نظير شرائه نسبة من أصول السلم. مبلغ كل سعر شراء يساوي مبلغ التوزيع الدوري واجب السداد بالنسبة للصكوك في ذلك الوقت.

8. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد مبلغ التوزيع الدوري إلى المستثمرين باستخدام سعر الشراء الذي استلمه من المنشئ.
9. في حال:
- 1.9 حدوث إخفاق أو عند الاستحقاق "بخيار الأمين بموجب التعهد بالشراء" أو البيع.
- 2.9 ممارسة حق الخيار أو فرض ضرائب.
10. يلتزم المنشئ بتسليم أصول السلم التي لم يستلمها حتى الآن" إلى الأمين، ويقوم هذا الأخير ببيع أصول السلم التي يشتريها المنشئ بسعر التنفيذ المتفق عليه والتي تعادل المبلغ الأصلي مضافاً إليه أي مبالغ توزيع دورية مستحقة ولكنها لم تدفع ومستحقة للمستثمرين.
11. يتم سداد سعر التنفيذ من قبل المنشئ "بصفته ضامناً.
12. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص¹ وهي المصدر بسداد مبلغ التوزيع إلى المستثمرين مستخدمة سعر التنفيذ الذي سبق لها أن تسلمته من المنشئ.

المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية القائمة على الإجارة.

1- تعريف الإجارة:

- لغة: أصل المصدر من الأجر وهو العوض والمقابل ومنه الثواب أجراً.¹
- اصطلاحاً: اصطلاحاً: الإجارة كمصطلح تعني المعاوضة على منفعة دون العين والإجارة، وهي تملك مالك المنفعة للمستمتع (المستأجر) بها هذه المنفعة المعلومة لمدة زمنية محددة لقاء مقابل محدد.²

2- تعريف صكوك الإجارة :

عرف مجمع الفقه الإسلامي صكوك الإجارة، أنها "إصدار وثائق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول، توجه حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع سيتم إنجازه يدر دخلاً مشروع استثماري قائم بالأساس من خلال تحويل ملكية المنافع والأعيان التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية، يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، كما اصطلاحاً: الإجارة كمصطلح تعني المعاوضة على منفعة دون العين والإجارة، وهي تملك مالك المنفعة للمستمتع (المستأجر) بها هذه المنفعة المعلومة لمدة زمنية محددة لقاء مقابل محدد".³

¹ محمد عبد العزيز حسين زيد، الإجارة بين الفقه الإسلامي و التطبيق المعاصر، المعهد العالمي للفكر الإسلامية، القاهرة، مصر، 1996، ص15.

² صادق راشد حسين الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية أنشطتها، تطالعها المستقبلية، ط1، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص72.

³ بوداب سهام، صناعة الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 08، ديسمبر 2017، ص540.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

كما تعرف صكوك الإجارة على أنها " هي صكوك قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية إذ تعتبر وثائق متساوية القيمة تصدر بقيمة الأصل المؤجر، تمنح حاملها منفعة تدر له دخلا بمقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك "¹.

3- مشروعية صكوك الإجارة:

ثبتت مشروعية الإجارة بالكتاب والسنة والإجماع ويمكن ذكر أدلة الجواز على النحو التالي:²

- من بالكتاب: أجاز الفقهاء صكوك الإجارة استنادا لما جاء في الآية 06 سورة الطلاق. والآية 77 من سورة الكهف.

- من السنة: روى البخاري عن أبي هريرة رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: (قال الله عز وجل ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة رجل أعطى بي ثم غدر ورجل باع حرا فأكل ثمنه ورجل استأجر أجيرا فاستوفى منه ولم يوفه أجره)، وقول الرسول صلى الله عليه وسلم (أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه).

- من الإجماع: أجمع أهل الفقه على جواز الإجارة .

وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة ومستند ذلك أنها تمثل حصة من أعيان أو منافع أو خدمات.³

4- خصائص صكوك الإجارة:

تتميز صكوك الإجارة عن غيرها من الصكوك بمجموعة من الخصائص نوجزها كالآتي:

- قيمتها الاسمية محددة من طرف الأنظمة القانونية، أو وفقا لنشرة الإصدار .

- صكوك غير قابلة في مواجهة المصدر.

- كون صكوك الإجارة تمثل حصيلة حصة أعيان منفعة ، أو خدمة عين معينة أو أعيان مؤجرة ، أو موصوفة الذمة، فهي خاضعة لعوامل السوق من زيادة العرض أو الطلب أي تزيد قيمتها بارتفاع ثمن ما تمثله من منافع أو أعيان ، مما يجعل تقويم ثمنها يختلف من آن لآخر.¹

¹ مندر جحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، ط2، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000، ص37.

² رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والتقود والأسواق المالية (الأسواق المالية في الاسلام)، المجلد 03، ط01، دار السلام للطباعة والنشر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 010، ص533.

³ المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 472.

- يحصل المستثمرون حصتهم من العائد وهو الأجرة، في آجالها المحددة وفق نشرة الإصدار ، مقتطعا منها ما ترتب على المؤجر في نفقة.

- صكوك الإجارة ذات مرونة، من حيث الاستثمارات والنشاطات التي يمكن أن تمويلها، أو من حيث الجهات التي يمكنها الاستفادة من منفعتها ، أو من حيث تعدد الخيارات التي تتيحها لطالب التمويل، أو من حيث أنواع الأملاك والخدمات التي يمكن الاستفادة منها و كذا من حيث التنوع في الصور والحالات التي يمكن صياغة صكوك الإجارة بها الوساطة المالية المتضمنة فيها.²

5-أنواع صكوك الإجارة:

5-1 صكوك ملكية الموجودات والأعيان المؤجرة: وهي "تصدر هذه الصكوك يقيم متساوية من طرف مالك موجودات الأعيان مؤجرة (موصوف الذمة)، أو من خلال وسيط مالي نيابة عن مالكيها بهدف بيعها واستيفاء من ثمنها حصيلة الاكتتاب، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".³

5-2- صكوك ملكية الخدمات: وتضم نوعين هما:

- صكوك ملكية الخدمات من مصدر معين: تصدر هذه الصكوك من اجل تقديم خدمة معينة من مصدر محدد وتستوفى الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، لتصبح هذه الخدمات ملكاً لحاملي الصكوك.⁴

- صكوك ملكية الخدمات من مصدر موصوف الذمة: تصدر هذه الصكوك بقيم متساوية بهدف تقديم ومنفعة الخدمة من المصدر موصوف الذمة.⁵

5-3 صكوك ملكية منافع الأعيان: وتضم نوعين هما:

- صكوك منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: تصدر هذه الصكوك بقيم متساوية يصدرها المتعهد بتوفير الخدمة أو أعيان ذمتها موصوفة وموعدة بإيجارها وذلك بهدف تملك المنفعة للمكتسبين في الصكوك من

¹ حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، ط1، الميمان للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2008، ص 308-309.

² منذر قحف، محمود الجمال، صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة، ورقة بحثية مقدمة إلى الندوة الحادية والعشرين إلى مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، السعودية، 2013، ص10.

³ فالح نغميش، مطر الزبيدي، الصكوك الإسلامية تطورها ودورها في عمليات التمويل، مجلة دنانير، العدد العاشر، 2018، ص10.

⁴ إبراهيم قاسم الشوملي، تطبيق الصكوك الإسلامية في الأردن: الإمكانيات والتحديات، مجلة العلوم الاجتماعية، العدد 6، ص 58.

⁵ زواق الحواس، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 05 و 06 ماي 2014، ص 17.

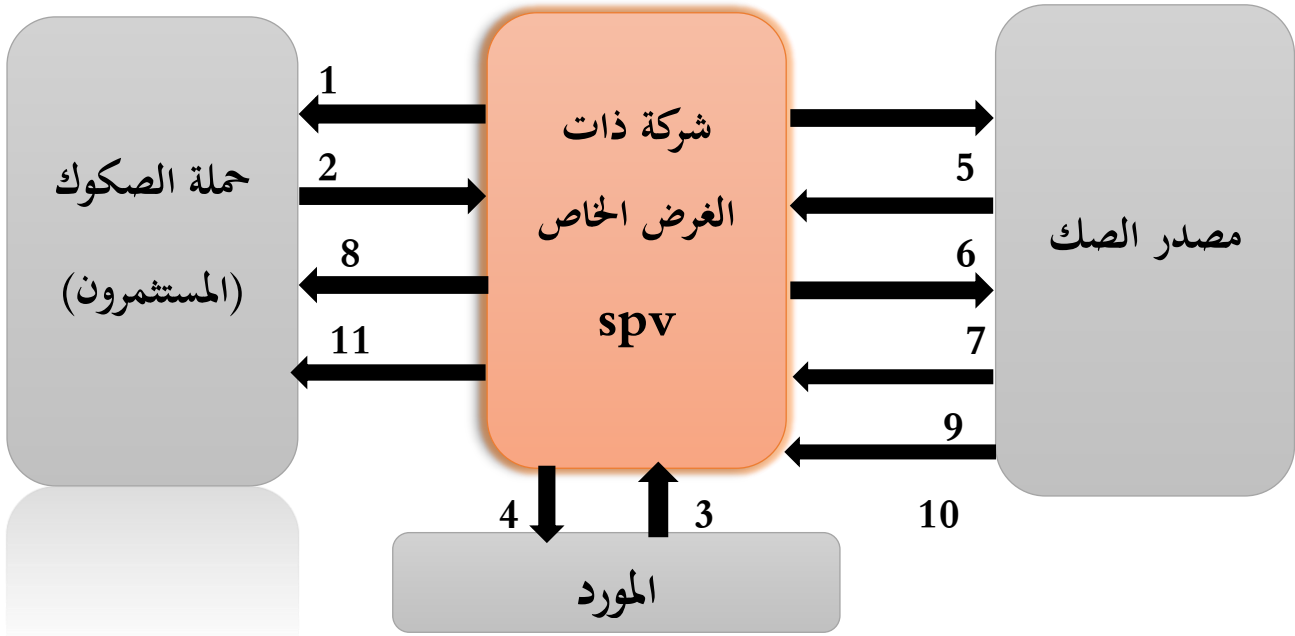
خلال تأجير منفعة الأعيان والخدمات لهم خلال مدة الصك.¹ ، ومثال على ذلك يؤجر منفعة مبنى موصوفاً وصفياً مزيلاً للجهالة والغرر.²

- **صكوك إجارة منافع أعيان معينة:** تصدر هذه الصكوك من طرف مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو من خلال وسيط مالي ينوب عنه في ذلك، بهدف إعادة تأجيرها واستيفاء أجرتها من حصيللة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحاملي الصكوك.³ وذلك كأن يؤجره سكنى بيته الفلاني سواء أعيئت بالإشارة أم بالوصف، ويتعلق حق المستأجر بمنفعة العين المعينة المعقود عليها لا سواها.⁴

6- آلية اصدار صكوك الإجارة:

يمكن توضيح آلية اصدار صكوك الإجارة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-09): آلية إصدار صكوك الإجارة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

عبد العزيز بوكار، عبد الباسط بن عبيد، صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية: الواقع والتحديات، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، 2014، ص333.

¹ عقاب بن صلفيق بن عايد الشمري، الصكوك التمويلية في الشركات المساهمة، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد 10، 2019، ص 08.

² عبد الله بن محمد العمراني، محمد ابن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية حالة صكوك الإجارة، دع، 2013، ص09.

³ علي محمد الصوا، مادو غي بن سيللا، صكوك المنافع والخدمات والمخاطر علاجها، مجلة كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، المجلد 33، العدد 02، 2016، ص93.

⁴ عبد الله بن محمد العمراني، محمد ابن إبراهيم السحيباني، مرجع ذكر أعلاه، ص 09.

- من خلال الشكل 01-09 يتضح أن آلية إصدار صكوك الإجارة تركز على الخطوات التالية:
1. تصدر الشركة ذات الغرض الخاص بالصكوك، على أساس نشرة الإصدار.
 2. يتم الاكتتاب من قبل المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل، ويفوضون الشركة بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
 3. تبرم الشركة ذات الغرض الخاص (المشتري) عقد شراء أصول معينة مع (المورد البائع)، يشتري به الأصول التي تريدها الجهة المصدرة للأصول.
 4. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع الثمن، من حصيلة الصكوك، للمورد وتسلم الأصل.
 5. تبرم الشركة ذات الغرض الخاص (المؤجر) عقد إجارة معينة مع الجهة المصدرة للصكوك (المستأجرة) لتأجيرها الأصول بأجرة متفق عليها تماثل التوزيعات الدورية للصكوك.
 6. تدفع الجهة المصدرة (المستأجرة) أقساط الأجرة في مواعيدها.
 7. تبرم الشركة ذات الغرض الخاص (الموكل) عقد وكالة خدمات مع الجهة المصدرة (الوكيل)، لتقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها.
 8. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسليم الأجرة ودفع التوزيعات الدورية.
 9. تصدر الجهة المصدرة (المتعهد) تعهدا بشراء الأصول من المصدر في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
 10. يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المصدرة (المشتري) الأصول من الشركة ذات الغرض الخاص (البائع) في الحالات المحددة.
 11. يدفع الشركة ذات الغرض الخاص ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

المبحث الثالث: التصكيك الإسلامي ضوابطه ومخاطره.

تخضع عملية إصدار الصكوك الإسلامية لمجموعة من الضوابط والأحكام باعتبارها أداة استثمار تصدر على أساس عقد شرعي، ونتطرق في هذا المبحث لأهم الضوابط الاقتصادية والأحكام الشرعية لهذه العملية، كما نتطرق إلى المخاطر المحتملة لهذه العملية وآلية إدارتها.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول التصكيك الإسلامي.

1- مفهوم التصكيك الإسلامي.

يعرف التصكيك الإسلامي على أنه "العملية التي تضمن تحويل الموجودات (الأصول) إلى صكوك وثائق مالية متساوية القيمة ذمتها المالية مفصولة عن الجهة المصدرة لها، و تكون قابلة للتداول وذات آجال زمنية معينة بعائد غير محدد أو محدد لكن غير مضمون المخاطر".

كما يعرف على أنه "عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء يمثل كل منها صكا قابل للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية"¹.

2- الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

يعتبر التصكيك الإسلامي البديل الشرعي لعملية التوريق التقليدي ويقصد بهذا الأخيرة

"تلك العملية الذي تسمح بتحويل ديون تعاقدية أو أصول أو الاثنين معا ، من طرف مؤسسة اقراض من خلال بيع هذه الديون لهيئة خاصة التي تتكفل بتحويل المبادلة إلى إصدار أوراق مالية وشهادات موجهة للمستثمرين"².

ويمكن بيان أهم أوجه التشابه والاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي من خلال الجدول

الموالي:

¹ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب، المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى العلمي الدول حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 01 و02 ديسمبر 2010، ص 02.

² بباس منيرة، التوريق بين الواقع العملي والتكليف الشرعي -دراسة حالة ماليزيا-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد 01، جوان 2017، ص 362.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

الجدول رقم (01-03): أوجه الشبه والاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

أوجه الشبه بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي		
<p>- يهدف كل من التصكيك والتوريق إلى تحويل ما هو غير سائل إلى أصول نقدية توظف لتمويل عمليات جديدة</p> <p>- تتمتع عمليتي التصكيك والتوريق بجاذبية لدى للمستثمرين سواء من حيث نوعيتها أو درجة تصنيفها</p> <p>- تؤدي الصكوك كمنتج لآلية التصكيك الإسلامية (نفس وظائف السندات التقليدي) كمنتج لآلية التوريق التقليدي (القابلة للتداول من تعبئة الموارد من السوق، وحقن السيولة في المؤسسات والحكومات وتوفير موارد ودخل مستقر للمستثمرين.</p> <p>- كلا الآليتين ينتج عنهما ورقة مالية قابلة للتداول فور إصدارها أو بتحقيق شروط معينة</p> <p>- تتفق عملية التصكيك و عملية التوريق من حيث الخطوات ، فبعد أو اقتناء الأصل محل التصكيك أو التوريق، يتم النقل لشركة التوريق وبعدها إصدار الأوراق المالية أو الصكوك للاكتتاب فيها، ثم توزيع العائد، و الإطفاء.</p>		
أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي		
التوريق التقليدي	التصكيك الإسلامي	معيار المقارنة
ديون	أعيان، منافع، خدمات أو مزيج	من حيث نوعها
يتكون من بند واحد وهو الديون	يتعدد بتعدد بنود التمويل والاستثمار من إجارة ومشاركة ومضاربة.	من حيث الهيكل للموجوات
هي عملية تحويل أو بيع دين لغير من هو صاحبه بالنقد	هي عملية بيع دين مقابل أعيان	عملية نقل الموجودات لشركة التوريق ومنها لحملة السندات والصكوك
1970	1995	تاريخ التطبيق

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على: نور الدين كروش، التصكيك الإسلامي والتسنييد: دراسة مقارنة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد8، ديسمبر2017، ص655.

3- أطراف التصكيك الإسلامي

تشمل عملية إصدار الصكوك الإسلامية العديد من الأطراف حيث يمكن ذكر أهمها على النحو التالي:

3-1- الأطراف الرئيسية: وتشمل كل من:

- منشئ الصك (مصدر الصك):

يتمثل منشئ الصك في مالك المشروع الاستثماري للمشروع المراد توسيعه أو إنشائه ، ويمكن أن يكون المنشئ حكومة أو شركة أو شخصاً أو مؤسسة مالية ، ويتم إسناد تنظيم عملية إصدار الصكوك لوسيط مالي بمقابل يتحدد وفق نشرة الإصدار، ويتم باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع الذي تم جمعها من أجله ، كما يمكن أيضاً أن يقوم المنشئ بإدارة هذا المشروع ، أو من خلال توكيل مدير استثمار للقيام بذلك، من خلال تملكه للأصل ثم بيعه أو نقله لشركة التصكيك.¹

- المستثمرون (حملة الصكوك):

هم الحائزون لوثائق الصكوك بمختلف أنواعها، والتي تمثل الموجودات هذه الأصول الموجودة أو الأصول وقد يكون المستثمر في الصكوك مجموعة من الأشخاص أو مصرفاً أو مؤسسة مالية محلية أو دولية، حيث يتمتع هؤلاء بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة، مما قد يشجعهم على الدخول في عمليات الاستثمار في الصكوك من خلال شرائها بهدف استغلال هذه السيولة الفائضة في عمليات تحقق عوائد مرتفعة نسبياً وفي الوقت نفسه إمكانية الخروج منها بسهولة من خلال بيعها في السوق إذا ما كانت الصكوك ضمن الأنواع القابلة للبيع.²

- الجهة المصدرة:

هي الجهة التي تنظم وتدير الصكوك، وتتولى إدارة الموجودات المملوكة لحاملي الصكوك نيابة عنهم، وغالبا ما تكون هذه الشركة شركة ذات غرض خاص S.P.V تتولى عملية الإصدار، وتتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بينها وبين حملة الصكوك قائمة على أساس الوكالة بأجر.³

¹ محمد جعفر محمد هني جعفر هني، التصكيك الإسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان في الجزائر، بحث مقدم إلى مؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية جامعة سطيف، يومي 05-06 ماي 2014، ص 10 .

² حبيبة رميتة، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل عجز الخزينة العمومية بالجزائر، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 2، ديسمبر 2017، ص 133 .

³ نوال باهي، أمن فريد، الصكوك المالية الإسلامية كبديل متاح لتمويل عجز الموازنة العامة في الجزائر في الجزائر في ظل الأوضاع الراهنة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 04، سبتمبر 2016، ص 139.

- محفظة التصكيك:

ويتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإبداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ استحقاقها.¹

3-2 الأطراف المساعدة: ونذكر منها:

- أمين الاستثمار: عبارة عن مؤسسة مالية وسيطة تتوكل عن حملة الصكوك في حفظ وثائقهم وضماناتهم ورقابة عملية إدارة الاستثمار مقابل أجر.²

- وكالات التصنيف العالمية: هي وكالات متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للإصدارات المالية، التي ستطرح في سوق رأس المال، وما تتمتع به من ضمانات، وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها.³

- أمين الحفظ **Custodian**: يمثل الجهة المسؤولة عن حفظ المستندات والمبالغ المحصلة وحماية حقوق حاملي الصكوك.

- الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة التوريد **servicer**: تتولى هذه الجهة تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة توريق وتحصيل العائد عليها.

- مدير ومستشار الإصدار: يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التوريد والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.⁴

4- مراحل وخطوات التصكيك الإسلامي:

تمر عملية التصكيك الإسلامي بثلاث مراحل أساسية وهي:

4-1 مرحلة إصدار الصكوك:

وتتم هذه المرحلة عبر الخطوات التالية:

¹ محسن عبد الحبيب، الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية-تجربة ماليزيا نموذجاً-، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية-قسنطينة، الجزائر، 2019، ص1008.

² نور الدين كروش، عماد معوشي، الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 01، سبتمبر 2017، ص37.

³ نجاد طوالبية، لطيفة بلوم، الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي لتحقيق التنمية الاقتصادية وسد العجز الموازي، ماليزيا نموذجاً، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، أوت 2019، ص952.

⁴ سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 07، ديسمبر 2018، ص139.

الخطوة الأولى: تقوم الشركة المصدرة تعين الأصول المراد تصكيكها من خلال وتجميع ما لديها من الموجودات في وعاء استثماري واحد يسمى محفظة التصكيك ونقلها الى الشركة ذات الغرض الخاص .

الخطوة الثانية: يتم فيها تصكيك الأصول ثم بيعها، حيث تقوم شركة الإصدار (SVP) بإعادة تصنيف الأصول، وتقسيمها الى أجزاء تناسب ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وتبيعها إلى المستثمرين¹.

2-4 مرحلة إدارة محفظة الصكوك: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تنتقل ملكية الأصول إلى حملة الصكوك وتقوم الشركة المصدرة SVP بنقل ملكية منافع المشروع إليها وتقوم بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار كما تقوم بعد الانتهاء من المشروع بشراء كل أو بعض منافع المشروع.²

3-4 مرحلة إطفاء الصكوك: توزيع الموجودات على حاملي الصكوك أو تباع للمصدر أو غيره، كما توزع حصيلة بيعها على حاملي الصكوك، حسب كل منهم من صكوك. وتتم هذه المرحلة إطفاء الصكوك من طرف الجهة المصدرة لها إما من خلال استردادها تدريجياً خلال سنوات الإصدار أو من خلال الإطفاء كلياً مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار.³

ويمكن إطفاء الصكوك بإحدى الطرق:⁴

- يتم تصفية المشروع من خلال بيعه وتحويله إلى نقد وسيولة، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه بقدر رؤوس الأموال و الأرباح إن وجدت أو يتحمل خسارة إذا تحققت.
- التنضيق الحكمي: يتم تقويم المشروع تقويماً عادلاً من طرف الخبراء، بعدها يوزع الناتج المقدر على حاملي الصكوك كل حسب حصته.
- تملك الموجودات التي تنتهي بالتمليك مثل صك الإجارة بثمن رمزي أو بالهبة، أو بالقيمة المتبقية.

المطلب الثاني: ضوابط وأحكام التصكيك الإسلامي.

تخضع عملية اصدار وتداول الصكوك الإسلامية إلى مجموعة من الضوابط الاقتصادية والشرعية باعتبارها أداة استثمار تصدر وفق عقد شرعي، ويمكن بيان أهم هذه الضوابط على النحو التالي:

¹ صليحة حفيفي، التمويل الإسلامية كألية لتحقيق التنمية المستدامة في الأسواق الجديد الصكوك الإسلامية نموذجاً، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17 و18 ديسمبر 2019 ص 238 .

² فالخ نعيمش مطر الزبيدي، الصكوك الإسلامية تطورها ودورها في عمليات التمويل، مجلة دنانير، العدد10، 2017، ص 143.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول إلى التأصيل، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص 29.

⁴ علي محمد الموسى، مادو غي سيلا، الصكوك الاستثمارية: مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد13، العدد02، ص 84.

1- الضوابط الشرعية والاقتصادية لإصدار الصكوك الإسلامية.

- ويمكن ذكر أهم الضوابط الشرعية والاقتصادية لإصدار الصكوك الإسلامية على النحو التالي:
- يجب توفر كل متطلبات الشفافية ومستلزمات الإفصاح في السوق المالي ، وتجنب كافة العمليات الغير شرعية مثل الربا، الجهالة، الغرر والخذاع.¹
 - لا يجوز أن تنص نشرة إصدار صكوك المضاربة على أي ضمان لرأس المال أو الربح المقتطع أو المنسوب إلى رأس المال، وفي حال ما وجد نص صريح على ذلك أو ضمنا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح المضاربة المثل.²
 - يمكن إصدار الصكوك وفق آجال متنوعة فمنها قصيرة الأجل، ومنها طويلة أو الآجل أو متوسطة الأجل، ، وقد لا تحدد بمدة معينة، وذلك بحسب طبيعة العقد المصدرة وفقه.³
 - يجب أن تنص نشرة الإصدار على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، شرعية ، كما يجب أن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار، وتحديد طبيعة العقد المصدرة على أساسه، مع ضرورة توفير هيئة رقابة.⁴
 - عند اصدار الصكوك الإسلامية يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك ويكون الالتزام من متعهد الالتزام مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكنتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.⁵
 - لا يمكن إصدار صكوك إسلامية لا يمكن تملكها في طرف حاملي الصكوك مثل مرافق الدولة التي لا يمكن أن تتنازل عنها، لأن الربح سيكون سوريا والربح الحاصل لحامل الصك ربح مالم يضمن.⁶
 - يمكن ذكر نسبة الاقتطاع المحددة نهاية كل دور، إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، أو من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في الاحتياطي لمواجهة مخاطر رأس المال نشرة الإصدار.⁷

¹ زبير عياش، فطيمة الزهراء فنازي، صناعة الصكوك الإسلامية في العالم العربي بين ريادة دول وانطلاقة دول -دراسة تحليلية لمجموعة تجارب عربية -، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد03، العدد01، مارس2019، ص319.

² الصوفي ولد الشيباني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه، العدد 34، 2015، ص 12.

³ علي محمد الموسى، مرجع سابق، ص82.

⁴ بوشلاغم نور الدين، حاكمي بوحفص، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي لأدوات الدين في التمويل والتنمية، أبعاد اقتصادية، العدد 07، 2017، ص319.

⁵ علي محمد الموسى، مرجع سابق، ص84.

⁶ مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تأصيلية تطبيقية، دار كنوز إشبيلية، الرياض، السعودية، 2015، ص310.

⁷ زكية بوسته، فطيمة الزهرة نوي، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق، مجلة الاقتصادية المالية، البنكية وإدارة الأعمال، العدد 07، ديسمبر 2018، ص94.

- توفر سوق أوراق مالية كفأة تتميز بالعمق والاتساع حتى تجد الصكوك مجالاً للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها لزيادة السيولة.
 - يجب أن يكون التعامل مع مباشر وحقيقي بين حملة الصكوك ، لأن ذلك يقلل من الوسطاء الذين قد يؤثر على أسعار الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمصالحهم.¹
 - يجب أن تكون نوعية الأصول والموجودات التي تم تصكيكها من الأصول المباحة شرعاً والتي يمكن أن تصكك بدون وقوع المخالفات الشرعية مثلاً طبيعة المشروع أو كالأرباب توريق الديون فتتابع الربا كون توابع الشيء تأخذ حكمه.²
 - يجب أن تكون الخطوات التصكيك خاضعة للضوابط الشرعية، إذ يجب أن تستوفي الأركان والشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة الإصدار للصكوك أو المراحل الموالية لها.³
 - يجوز أن تشمل نشرة إصدار الصكوك على أن يمكن للجهة المصدرة للصك بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في بعض الحالات مثل تقصيره.
 - يجوز أن يتحوط مصدر الصك أو حملة الصكوك بطريقة شرعية من طرق إدارة المخاطر أو تخفيف من تقلبات العوائد الموزعة مثل إنشاء صندوق تأمين تكافلي بمساهمة من حملة الصكوك أو الاشتراك في تأمين تكافلي بأقساط تدفع من تبرعات حاملي الصكوك أو من حصة حملة الصكوك في العائد.⁴
- 2- الضوابط الشرعية والاقتصادية لتداول الصكوك الإسلامية.**

2-1 ضوابط مجمع الفقه الإسلامي حول تداول الصكوك الإسلامية.

- جاء في العنصر الثالث من القرار رقم: 30(4/3) بشأن سندات المقارضة (الصكوك الإسلامية) لمجمع الفقه الإسلامي والتي لها علاقة بتداول الصكوك الإسلامية ما يلي:⁵
- يجوز تداول الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بعد انتهاء المدة الاكتتاب بها باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عن نشوء الصكوك مع مراعاة الضوابط الآتية:

¹ محمد زيدان، حكيم براضية، مستقبل الصكوك الإسلامية في أعقاب الأمة المالية العالمية لعام 2008، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 03، جوان 2015، ص 66.

² بختي عمارية، مساهمة البنوك الإسلامية في تنمية الصكوك الإسلامية في سوق الإمارات، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والدراسات، العدد 03، أفريل 2018، ص 126.

³ المرجع نفسه، ص 126.

⁴ رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، دار طيبة للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2019، ص 57.

⁵ باسل يوسف الشاعر، هيام محمد الزيدانين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، ملحق 3، 2016، ص 1246.

- إذا كان مال القراض المكتتب فيه قبل مباشرة العمل بالمال لا يزال نقوداً فإن لا يجوز تداول الصكوك حيث يعتبر مبادلة نقود بنقود وتطبق عليه أحكام الصرف.
- تطبق على أحكام التعامل بالديون إذا كان مال القراض ديوناً.
- يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتفق عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة منافع وأعياناً إذا كان مال القراض موجودات مختلطة من الديون والنقود والمنافع والأعيان.

2-2 ضوابط هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية حول تداول الصكوك الإسلامية

نص المعيار الشرعي رقم 17 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على مجموعة من الضوابط التي تنظم تداول الصكوك ونذكر منها:¹

- في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.
- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحامله.
- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.
- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على ألا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً. وينظر البند 3/4 من المعيار الشرعي رقم (9) بشأن الإجازة والإجازة المنتهية بالتمليك.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراجعة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

¹ المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص. 479-482

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
 - لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون. فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
 - يجوز إجراء إجازة موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك في الصور المشروعة في البند 8/2/5 و 10/2/5 أو خدمة بشرط عدم الربط بين عقدي الإيجار.
 - يجوز للمشتري الثاني لمنافع الأعيان (الموجودات) المعينة أن يبيعها أيضاً وأن يصدر صكوكاً بذلك.
- وقد نصت المعيار الشرعي 17 أيضاً على أنواع الصكوك الإسلامية القابلة للتداول والغير قابلة للتداول والتي يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01-04): أحكام وشروط تداول الصكوك الإسلامية.

صيغة الصك الإسلامي	حكم التداول	شروط التداول
صكوك الاستصناع	جائز	يخضع تداوله هذه الصكوك لأحكام التصرفات في الديون إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً تم تسليم العين المصنعة للمستصنع أو في استصناع مواز ويجوز تداولها إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع،
صكوك السلم	غير جائز	-
صكوك المراجعة	جائز	لا يجوز تداول هذه الصكوك إلا بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري
صكوك المشاركة صكوك المضاربة صكوك الوكالة بالاستثمار	جائز	لا يجوز تداول هذه الصكوك إلا بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في المنافع والأعيان.
صكوك المزارعة صكوك المساقاة	جائز	إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض فإنه يجوز تداول هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط. ولا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر تجنباً للضرر والغش في حالة ما إذا كانوا ملتزمين بالعمل من زراعة أو سقي.
صكوك المغارسة	جائز	في هذه الصكوك فإنه إذا كانوا مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس يجوز تداولها بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط مباشرة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: المعيار الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق ص 481-482.

المطلب الثالث مخاطر التصكيك الإسلامي وآلية إدارتها.

1- تعريف مخاطر الصكوك الإسلامية :

تعرف المخاطر بشكل عام، بأنها "الخسارة الشرجية المتوقعة للقرار في ظل حدث معين".¹ وتوجد عدة طرق وأساليب لقياس هذه المخاطر ، ويمكن على العموم اللجوء إلى مجموعة من المقاييس الإحصائية التي تحدد مدى تذبذب النتائج المحتملة ومن هذه الأساليب نذكر في:²

- معامل الانحراف المعياري: يعتبر الانحراف المعياري من أهم المقاييس لقياس المخاطر الاستثمارية المالية ، إذ

يقيس مدى تشتت البيانات بعيدا عن متوسطها الحسابي من خلال قياس مدى انحراف بين عوائد الصكوك الحقيقية و العوائد المحتملة أو المتوقعة، كما يأخذ بعين الاعتبار عوائد الصكوك لسنوات الماضية وكلما كانت درجة الانحراف عالية كانت المخاطر أكبر .

- معامل بيتا:

يقيس هذا المعامل مدى حساسية قيم المتغير المالي محل الدراسة مقارنة بالتغيرات التي تحدث في متغير مالي آخر، وكلما ارتفعت قيمة هذا المعامل دلت على ارتفاع حساسيته ومخاطره

2- أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية:

1-2 مخاطر الائتمان:

يتجلى هذا الخطر في عدم وفاء أحد طرفي العقد، ويمكن أن يكون عدم التزام العميل بالتزاماته في مواعيدها، أو نتيجة لسوء اختيار العميل والذي يمكن أن:³

- لا يلتزم بالتزاماته في العقد المتفق عليه في صكوك المشاركة، الاستصناع، المزارعة.
- عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة في الصكوك القائمة على أساس البيوع
- التراجع عن وعده في حالة اعتبار الوعد غير ملزم في استثمارات صكوك المراجعة ،
- عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك الاستصناع .

¹ مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص266.

² سعيدة بورديمة، الصكوك الإسلامية: مراوحة بين المخاطر وسبل المعالجة، مجلة بحوث، العدد 10، الجزء الثاني، 2016، ص 87-88.

³ أمجد سالم قويدر لطافية، محمد شريف بشير الشريف، مخاطر الصكوك الإسلامية في سوق المملكة العربية السعودية، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد 55، أبريل 2014، ص10

- تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المراجعة والإجارة ،
- عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفا وزمنا بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

2-2 المخاطر التشغيلية:

يتجلى هذا الخطر في الأخطاء الناتجة عن تقصير أطراف العقد أو عن أخطاء مهنية ، وتنتج هذه الأخطاء عن عوامل داخلية أو خارجية مثل الجرائم الالكترونية، السرقة التزوير وغيرها.

ويمكن يؤثر هذا النوع من المخاطر على قيمة الصكوك الإسلامية السوقية بسبب عدم توفر الكفاءة البشرية الإدارية القادرة على الالتزام بمهام الوكالة عن حملة الصكوك، وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلا، والمحافظة على مركزها التنافسي للصكوك وغير ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين وسمعة المؤسسة¹.

3-2 مخاطر مصدري الصكوك:

يتعلق هذا خطر بصاحب فكرة المشروع في الأساس أي الجهة المصدرة للصك سواء انت فرداً أو شركة، حكومة، حيث يتلقون حصيلة الاكتتاب، ثم يوجهونها نحو المشروع الاستثماري المصدرة لأجله ، ومن ثم فهم أصحاب قرار الاستثمار ولا يشارك المستثمرون في هذه الصكوك في اتخاذ القرار باعتبارهم أصحاب المال ولا تقيدهم إلا شروط نشرة الإصدار وأحكام العقد الشرعي التي صدرت وفقه الصكوك ، ولهذا يستوجب على مصدري الصك أن يحسنوا في اختيار المستثمرين بعناية².

4-2 تصميم الذمم المقبولة شرعا :

يواجه المستثمرون في الصكوك الإسلامية خطرين أساسين هما³:

- خطر التأخر في الوفاء:

يحدث هذا الخطر في حال توقع المستثمرون تحصيل عوائدهم في وقت معين الصكوك وحدث تأخير في ذلك ، بسبب رغبة جهة الإصدار في تأخير الوفاء، فإنهم سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، وإنما سينعكس ذلك أيضا على الثقة في الاستثمار في هذا المشروع.

¹ غربي حمزة، وفاء جيلاحي، الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 03، مارس 2018، ص144

² ساسي زيميم العجيلي، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية) مجلة دراسات الاقتصاد

والأعمال، المجلد 04، العدد 01، 2016، ص 109.

³ سليم قط، مسعودة نصبة، مرجع سابق، ص 133.

- خطر عجز عن الوفاء:

يبحث هذا الخطر في حال عجز المدين عن الوفاء لسبب مثل التعثر المالي أو الإفلاس، وهو ما يبرز أهمية وكالات التصنيف العالمية في الوقاية من هذا النوع من المخاطر، ومن خلال درجة التصنيف الائتماني التي تحصل عليه المؤسسة البادئة للتصكيك والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة .

2-5 المخاطر القانونية:

يكن هذا الخطر في عدم وضوح بنود العد موضع التنفيذ في الصكوك الإسلامية المصدر لأجله مما قد يؤدي إلى نشأة المخاطر القانونية، و ترتبط هذه الأخيرة بالأنظمة والتشريعية القانونية الرقابية التي تحكم الالتزام بالعقود والصفقات، و يمكن أن تكون نتيجة لعوامل خارجية، مثل الضوابط الرقابية التي تؤثر في بعض أنواع الأنشطة التي تمارسها البنوك، كما يمكن أن تكون نتيجة لعوامل داخلية ترتبط بإدارة البنوك وموظفيه، مثل الاحتيال¹.

2-6 مخاطر السيولة :

تنتج هذه المخاطر من الأصول العينية تكمن وذلك في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تلبية الالتزامات في مواعيدها، وعدم قدرتها على تحقيق سيولة نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على المستثمرين وفق ما نصت عليه نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في هذه الصكوك وهو ما يستوجب أخذ الحيطة والحذر وإجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتصكيك، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة، إضافة إلى القيام بتحليل للحساسية sensitivitY analysis عليها، من أجل الكشف عن مكامن الخطر، ووضع التدابير اللازمة لإدارة هذا الخطر.²

2-7 مخاطر الشريعة الإسلامية:

تشير مخاطر الامتثال للشريعة الإسلامية إلى فقدان قيمة الأصول نتيجة لخرق جهات الإصدار لمسؤولياتها الائتمانية فيما يتعلق بالامتثال لتعاليم الشريعة الإسلامية. يمكن أن يكون هناك العديد من مثل هذه الحالات من الانتهاكات المتعمدة أو البريئة. وتحدد بنود الحل في نشرة إصدار الصكوك الأحداث التي ستجعل صك الصكوك باطلاً وباطلاً بسبب عدم الامتثال للشريعة الإسلامية. على سبيل المثال، إذا كانت الصكوك مبنية على مزيج من أصول الإجارة والاستصناع، فيجب أن تكون الإجارة دائماً أكثر من الاستصناع في المجموع، وإلا فسيتم حل صك

¹ حزة غربي، الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 03، مارس 2018، ص 144.

² زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق علاجها، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الصيرفة والتمويل الإسلامي الممارسات والتقاضي عبر الحدود الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، (15-16 يونيو 2010)، ص 06.

الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

الصكوك. وبالتالي بشكل عام، يجب تعريف مخاطر الامتثال للشريعة على أنها معدل عائد تم التخلي عنه مقارنة بأسعار السوق، نتيجة للامتثال للشريعة. ومن ثم فإن القضية هي القدرة التنافسية والبقاء في أسواق رأس المال ضمن فئة أصول متوافقة مع الشريعة الإسلامية.¹

2-8 مخاطر أصول الصكوك:

تتميز الصكوك الاستثمارية الإسلامية بأنها متأتية من أصول غير نقدية، فقد تكون أعيانا أو سلعا تباع وتشتري وقد تكون عقارات أو وسائل نقل أو معدات، يتم استغلالها أو قد تكون أنشطة صناعية أو زراعية أو مشاريع خدمية، وإمكانية تعرض هذه الأصول لمخاطر التلف أو الهلاك أو مخاطر انخفاض قيمتها السوقية، فتعكس بدورها على الصكوك التي تمثل هذه الأصول، مما يؤدي إلى تراجع قيمتها في التداول إن كان يسمح بذلك، بفعل عوامل العرض و الطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها، وتعد مخاطر أصول الصكوك من أبرز أنواع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الصكوك، بضياع الأصل يؤدي إلى فقدان العائد أيضا.²

2-9 مخاطر السوق:

ترجع هذه المخاطر للتغيرات صعودا وهبوطا في الأواق المالية بما فيها سوق الإصدار والتداول أو الأسواق الحقيقية، وتنقسم هذه المخاطر إلى:

- مخاطر سعر الصرف

تنشأ مخاطر العملة من التقلبات غير الموازية في أسعار الصرف، التي سيكون لها تأثير لا يمكن إنكاره على مراكز الصرف الأجنبي في حالة وجود تباين بين وحدة العملة التي يتم بها تصنيف الأصول في مجموعة الصكوك وعملة الفئة التي يتم بها تجميع أموال الصكوك.³

- مخاطر سعر الفائدة:

تعرف مخاطر أسعار الفائدة أيضًا بمخاطر معدل العائد، فعلى غرار السندات التقليدية تعتمد الصكوك على معدلات ثابتة معرضة للمخاطر. يعني أن زيادة سعر الفائدة في السوق تؤدي إلى انخفاض قيمة الصكوك ذات

¹ Ali Arsalan Tariq, **managing financial risks of sukuk structures**, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of maters of science at LOUGHBOROUGH UNIVERSITY, UK, sept 2004, p.49.

² عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص4.

³ Ali Arsalan Tariq, Humayon Dar, **Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization**, Thunderbird International Business Review, Vol. 49(2), april 2007, p212.

الدخل الثابت. وتواجه هذه المخاطر جميع الأصول الثابتة المستمدة من السلم والإجارة والاستصناع. ويؤدي تقلب أسعار الفائدة أيضاً إلى مخاطر إعادة الاستثمار وتكلفة الفرصة البديلة للاستثمار بمعدلات جديدة.

- مخاطر أسعار الأوراق المالية:

تتجلى هذه المخاطر بفعل التقلبات في سعر الأوراق المالية صعوداً وهبوطاً نتيجة لعوامل حقيقية أو مصطنعة وغير أخلاقية مثل الإشاعات والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.¹

- مخاطر التضخم:

وتسمى أيضاً مخاطر القوة الشرائية، حيث يمكن أن يتسبب معدل التضخم المرتفع في تأخر عوائد السندات التقليدية عن معدل التضخم. ويؤثر معدل التضخم المرتفع على الصكوك بشكل مختلف. حيث أن بارتفاعه، يرتفع سعر السوق لأصول الصكوك عند الاستحقاق.²

- مخاطر متعلقة ببعض صيغ الصكوك الإسلامية:

● مخاطر صكوك الاستصناع:

تتعلق هذه المخاطر عادة بعدم تسديد الأقساط أو عدم تطابقها مع المواصفات المحددة في حال عدم توفر المواد الأولية اللازمة لتحقيق ذلك أو بطرق تخزين والنقل السلع المستصنعة وتندرج ضمن المخاطر الزمنية.³

● مخاطر صكوك الإجارة:

تتعلق هذه المخاطر عادة بارتفاع معدل التضخم النقدي المرتبط بطول بفترة السداد، أو عدم السداد (نظراً لارتفاع الإيجار) أو مشاكل متعلقة بصيانة العين المؤجرة.⁴

● مخاطر صكوك المراجعة:

تتعلق هذه المخاطر بإمكانية عدم وفاء العميل بالتزاماته في دفع الأقساط المحددة في مواعيدها فإذا تأخر الزبون أو ماطل في سداد تلك الأقساط فلا تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تزيد عليه، أو أن تفرض غرامات التأخير، ومن بين المخاطر أيضاً عدم الالتزام بالوعد في حالة الصكوك المراجعة للأمر بالشراء وهي تعتبر من

¹ امجد سالم قويدر لطايفه، مرجع سابق، د ص 23.

² Tahmoures A. Afshar, **Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?**, The Journal of Global Business Management Volume 9, Number 1, February 2013, p49

³ سمير غويني، كمال رزيق، مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 01، ص 66.

⁴ زياد الدماغ، مرجع سابق ص 08.

المخاطر عند الأخذ برأي عدم إلزام العميل بتنفيذ وعده بالشراء للسلعة بعد توفيرها ولو كانت وفق المعايير الخاصة بالأمر بالشراء (في حالة أن الأمر بالشراء ليس المصدر بل جهة أخرى يتولى المصدر تمويلها).

فإحجامه عن الشراء يعني إضرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها، كما يمكن أن تفقد صكوك المراجعة قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك السلعة بكاملها وعليه انهيار المشروع.¹

• مخاطر صكوك السلم:

من بين أهم المخاطر في صيغة السلم، المخاطر الناتجة عن عدم تسليم السلعة بسبب تلفها أو تماطل البائع في تسليمها، ومخاطر تتعلق بالسلعة نفسها في حال عدم تسليمها بالمواصفات والمعايير المتفق عليها، مثل أن تكون السلعة بجودة أقل، ومن أكبر المخاطر التي قد تتعرض إليها هذه الصيغة تتمثل في المخاطر الناجمة عن التقلبات السعرية في السلعة المسلم فيها، وكذا مخاطر تصريفها عند البيع. وتتأثر صكوك السلم الصادرة بهذه المخاطر بطبيعة الحال، لأن حملة الصكوك هم أصحاب المال الذين دفعوا ثمن سلعة السلم، وعلى أساسه ينتظرون تسليم السلعة في تاريخ محدد، وإذا تعرضت بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة يعني انخفاض عوائد الصكوك باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم.²

• مخاطر صكوك المشاركة:

تتعرض هذه الصيغة لجملة من المخاطر أبرزها الإخلال ببنود عقد صكوك المشاركة وبما أن هذه الأخيرة تصدر وفق صيغة المشاركة، وأن حملتها إنما هم شركاء (مساهمون) في الشركة، فإن أي خطر على الشركة يؤدي إلى تناقص القيمة السوقية للصك وقد تفقد قيمتها الاسمية في حال إفلاس المشروع بشكل كامل إضافة إلى المخاطر المتعلقة بسوء إدارة المشروع، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة لذلك وجب حسن اختيار الشريك.³

• مخاطر صكوك المزارعة والمساقاة، المغارسة :

تصدر كل من صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة لجمع حصيلة زراعة أو غرس أرض جرداء أو سقي أرض مغروسة أو مزروعة. ونتيجة لطبيعة صيغ التمويل هذه فإنها تتعرض لمخاطر أهمها مخاطر بيئية نظرا لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة اتصالا وثيقا بالبيئة، فإنها معرضة لكل العوامل البيئية ونذكر أهم هذه المخاطر على النحو التالي:⁴

¹ ساسي زميم العجيلي، مرجع سابق، ص 110.

² سليمان بن زايد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 20، العدد 01، ص 23.

³ المرجع نفسه، ص 23-24.

⁴ حلوفي سفيان، مرجع سابق، ص 129.

- آفات تخص النباتات الضارة والحشرات والفيضانات والحرائق، مما يؤدي إلى رداءة المحاصيل أو تلفه. الزراعية، وانعدامها والذي يسبب خسارة المشروع بالكلية.
- تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغ إلى مخاطر السوق، في حال أخذت المحاصيل طريقها إلى السوق، كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها ومن ثمة انخفاض عائدات الصكوك التي تمثلها.
- تتعرض هذه الصيغ لسوء إدارة وتصرف من بعض الأطراف مما يؤدي إلى فشل المشروع بشكل كلي أو جزئي نتيجة قلة الكفاءة وخبرة القائمين على إدارة المشروع.

3- آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

لقد شجع الاسلام على حفظ المال في العديد من المناسبات و بالتالي فهو لا يمانع باستعمال الآليات التي تسمح بالحفاظ على هذا المال الذي قد يضيع وسط المخاطر المحيطة به و، هو ما ينطبق على الصكوك الاسلامية و بما انها نوع من المال و هي محاطة بمجموعة من المخاطر المذكورة سابقا، فيمكن بالتالي لحملة الصكوك ان يعتمدوا على الآليات المسموح بها شرعا لإدارة هذه المخاطر و الوقاية منها و نذكر اهمها:

- **الضمانات:** بالرغم من تأكيد ضوابط الشريعة الإسلامية على تحريم الضمان إلى أنها تجيز بعض الأنواع من أوجه الضمان لتحمي حقوق أطراف العقد ونجيز هذه الأوجه فيما يلي:¹
- **الكفالة:** هو عقد يلتزم بمقتضاه الكفيل وهو الطرف الذي يتحمل عبء طرف آخر على الضمان بالالتزام في حال لم يف المدين عن حلول الأجل على سبيل التبرع، وكفالة الشخص ذو الملاءة وذو الخلق الحسن وهي آلية ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة اكتتاب الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها، وتعتبر من أهم الآليات التي تساهم في الوقاية من مخاطر الائتمان وتقلل من فرص وقوعه.
- **الوعد بالالتزام:** ومعناه التزام أحد طرفي العقد على الوفاء بما نص عليه هذا الأخير خاصة في صكوك المرابحة، إلا أن أهل الفقه اختلفوا في مدى جوازها فمنهم من أجازها ومنهم من أفتى بحرمته.
- **ضمان طرف ثالث:** المقصود به تعهد طرف ثالث غير طرفي العقد بضمان الوفاء أو تعويض الخسارة أو أو التلف في السلعة أو المشروع، وبذلك فإن الطرف الثالث مستقل عن مدير الاستثمار أو عن المستثمرين.

¹ بربري محمد أمين، وآخرون، مخاطر الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، المجلد 02، عدد خاص، أبريل 2018، ص 40.

- **الرهن:** يعتبر من أهم آليات الشرعية والقانونية التي تحد من مخاطر الصكوك الإسلامية ويقصد به تلك الوثيقة التي تثبت وتحفظ الدين أو المال المستثمر بين طرفي عقد الصكوك ، خاصة ضد المخاطر الائتمانية، في حال الحصول على رهن من الزبون إن تشرط تفويضه له ببيع الرهن من أجل الاستيفاء من ثمه دون الرجوع إلى القضاء.

- **تنوع محفظة الصكوك:** لا تضع كل البيض في سلة واحدة، القصد من هذه المقولة هو التنوع والتنوع الكفاء الذي يعمل على خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد الصك ومن أهم أساليب التنوع نجد:¹

• **تنوع جهة الاصدار:** ويقصد بتنوع جهة الاصدار عدم توجيه كل المدخرات او المخصصات لاستثمارها في صكوك مؤسسة واحدة بل ينبغي استثمارها في عدد منوع من الإصدارات، وثمة اسلوبين شائعين في هذا الصدد:

▪ **التنوع الساذج أو العشوائي:** أو التنوع البسيط والذي يقوم على فكرة اساسية هي انه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تضمها المحفظة انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائلها فالمخاطر التي تتعرض لها محفظة الصكوك الممثلة لإصدارات ثلاث مؤسسات تكون اقل من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة الممثلة لإصدار مؤسستين والتي تكون هي الاخرى اقل من المحفظة المكونة من صكوك ممثلة لمؤسسة واحدة.

▪ **تنوع ماركويتز:** وهو عكس التنوع السابق فإن تنوع ماركويتز لا يتم بطريقة عشوائية فاختيار الصكوك الممثلة للمحفظة يتم تحديده بعد دراسة درجة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها فإذا العلاقة بين عوائد الصكوك المكونة للمحفظة قوية فإن احتمال تعرضها لمخاطر كبيرة يكون كبيرا وكلما كانت العلاقة بين الصكوك المكونة للمحفظة مستقلة (معامل الارتباط قريب او يساوي الصفر) او علاقة عكسية كلما كانت المخاطرة اقل.

• **تنوع تواريخ الاستحقاق:** باعتبار ان الصكوك تصدر لفترة معينة ينتهي العمل بها بانتهاء المشروع الممثل لها فيستحسن تنوع الاستثمار في الصكوك الممثلة لمشاريع مختلفة المدة وان لا تكون ذات فترة واحدة.

- **التحوط:**

تعمل آلية التحوط للحد من المخاطر خاصة تلك المتعلقة بأسواق المالية إذ تسعى إلى حماية المستثمرين ويمكن اعتماد ضد المخاطر شريطة ألا يؤخر البدلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم

¹ يوسف تيري، الصكوك الإسلامية، مخاطرها و آليات إدارتها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد13، 2015، ص 327-328.

شرعا. فيمكن تطبيقها في عقد السلم بشروطه الشرعية التي تشترط أن تكون السلعة موصوفة الذمة و أن يدفع الثمن بحد أقصى ثلاثة أيام وفقا لرأي المالكية، كما يمكن التحوط من خلال البيع الآجل الذي يؤخر فيه الثمن ويعجل المثلون.

كما يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمراجحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالت تلك المدة أم قصرت، وكذلك التحوط من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشرا في تحديد عائد المراجحة¹.

ويمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مراجحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمراجحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء.

- معالجة مخاطر صيغ الصكوك:

يمكن تجنب مخاطر صيغ عقود الصكوك من خلال مطالبة المستثمرين وضع بعض القيود والبند في نشرة الإصدار، وكمثال على ذلك:

- التقييد بنوع معين من التجارة وهذا يصلح في عقد المضاربة، ولا أمر جائز شرعا لأن الهدف منه تقليل مخاطر الاستثمار
- يمكن تحديد آجال باقي الأقساط عند الإحساس بمماطلة العميل عن دفعها في مواعيد استحقاقها أو إضافة غرامة تأخر عن المدة الزمنية شريطة أن توضع هذه الغرامة في صندوق خيري ليصرف في أوجه الخير، وهذا يصلح في عقد المراجحة،
- يمكن ربط الأقساط المؤجلة بعملة مستقرة نسبياً أو ربطها بالذهب أو ربطها بأرقام قياسية لمجموعة من السلع الأساسية، بحيث يؤخذ متوسط أسعارها وقت حلول الأقساط، ولا يوجد مانع شرعاً، خاصة عند التعرض لتغيرات عالية في أسعار الصرف.²

- التأمين التكافلي (التأمين الإسلامي) :

إن عقد التأمين من العقود المستحدثة التي لم يكن لها وجود في الفقه الإسلامي، ولا يجوز الاعتماد على التأمين التجاري في التأمين ضد المخاطر، وإنما الاستفادة من شركات التأمين التعاوني، والتي تقوم بشكل عام

¹ غربي حمزة، وفاء جيلاحي، مرجع سابق، ص 146.

² زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص 11.

على فكرة مؤداها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلا من ترك من لحقته المخاطر يتحملها وحده وفي ظل تواجد شركات التأمين التعاوني، على الجهات المصدرة للصكوك أن تشترك في هذا النوع من المؤسسات، وذلك باعتبار أن التأمين الإسلامي من أهم الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول¹.

- دراسة الجدوى:

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته "الربحية الإسلامية" من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلا عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة أولويات الإسلام في الاستثمار وفقا للضروريات والحاجيات والتحسينات، وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالنفع والخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك. الإسلامية بصفة عامة.²

¹ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص 07 .

² حمو زعي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بالصكوك الإسلامية (تجربة بعض الدول الإسلامية والعربية)، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، قسم العلوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر 03، 2016-2017، ص 145

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم تناوله في هذا الفصل تبين أن الصكوك الإسلامية هي إحدى الأدوات المالية المستحدثة فهي وثائق تصدر بقيم متساوية القيمة تمثل حصة ملكية في المشروع أو النشاط الاستثماري المصدر لأجله، وتقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح وتقاسم الخسائر، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

ومقارنتها مع غيرها من الأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات يتضح أنه وبرغم أوجه الاتفاق والشبه في بعض النقاط، إلى أن هناك العديد من الفروقات الجوهرية بينهم، وبذلك يمكن القول أن الصكوك الإسلامية مزيج يجمع بينهما وذلك نتيجة الخصائص التي تنفرد بها الصكوك وطبيعة إصدارها وتداولها التي تخضع إلى وضوابط الاقتصادية و الأحكام الشرعية الإسلامية .

وتتنوع الصكوك الإسلامية وآلية تصكيكها بتنوع العقد الشرعي المصدر على أساسه، فمنها ما يصدر على أساس المشاركة، ومنها ما يصدر على أساس البيوع والإجارة، وذلك إذا ما تم الاعتماد على معيار صيغة الإصدار وهو المعيار الذي اعتمده هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وبالرغم من خضوع عملية إصدار الصكوك الإسلامية إلى مجموعة من الضوابط الشرعية والاقتصادية إلا أنها تواجه عدة مخاطرها كغيرها من أدوات التمويل ، مثلها مثل باقي الأدوات المالية، كما تواجه مخاطر خاصة بها، وبناء على تلك المخاطر، وجب على المتعامل بالصكوك الإسلامية إدارة مخاطرها، سواء تعلق الأمر بالتحوط أو التنويع أو غيرها من آليات إدارة المخاطر.

الفصل الثاني:

الصكوك الإسلامية كرافد لتحقيق

وتعزيز النمو الاقتصادي

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

تمهيد

شهد النمو الاقتصادي اهتماما واسعا من قبل الحكومات والسلطات التي تسعى لتحقيقه كهدف رئيسي، من خلال تسطير أنجع السياسات الاقتصادية التي من شأنها الرفع من معدلاته، إذ يعتبر من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تبرز حقيقة الأداء الاقتصادي وتطورها ومن ثم يبرز الوضعية الاقتصادية الأمر الذي يوضح الرؤى الاقتصادية واتجاه سير الاقتصاد، كما يعبر على مدى تحسن المستوى المعيشي والرفاهية للمجتمع.

كما شهد النمو اهتمام العديد من الباحثين والاقتصاديين منذ القدم، إذ كان الاهتمام حول المحددات وتحديد النماذج الرياضية والعوامل المفسر له، حيث كان الكلاسيك والنيوكلاسيك السابقين للتطرق لهذا الموضوع، وصولا إلى النظرية الكينزية، وأخيرا نظريات النمو الداخلي، والتي قدمت إضافة كبيرة حول أهمية تراكم رأس المال في تعزيز النمو .

وعلى الرغم من أن العلاقة بين التمويل والنمو لا تزال محل جدل كبير في الأدبيات الأكاديمية إلى أنه من الثابت أن القطاع المالي يؤثر بشكل أو بآخر في النمو ، وفي ظل تنامي الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص ، والتي باتت إحدى أشكال التمويل وجزء لا يتجزأ من القطاع المالي التي تساهم في تراكم رأس المال من خلال تعبئة المدخرات ودعم الاستثمار الحقيقي الأمر الذي يدعونا إلى البحث في قنوات تأثيرها على النمو الاقتصادي.

ولذلك تم تقسيم مباحث هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث تناولت الآتي:

- المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي .
- المبحث الثاني: النمو الاقتصادي وفق الفكر الاقتصادي .
- المبحث الثالث: إسهامات الصكوك الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي .

شغل النمو الاقتصادي حيزاً هاماً لدى علماء الاقتصاد على مدار العقود الأخيرة، إذ يعد من أهم الأهداف التي تسعى الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، باعتباره مرآة لتطورها ونشاطها الاقتصادي، مما جعلها لا تدخر جهداً في سبيل تحقيقه.

المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي

أولاً: مفهوم النمو الاقتصادي:

- **التعريف الأول:** يقصد بالنمو الاقتصادي "حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل القومي بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي"¹.
- **التعريف الثاني:** النمو الاقتصادي هو "زيادة في الإنتاج على مدى فترة طويلة. إذا كانت أعلى من النمو الديموغرافي، فهو يسمح برفع متوسط مستوى المعيشة، أي نمو كمية السلع والخدمات المتاحة في المجتمع وبالتالي يقاس النمو الاقتصادي بمعدل الناتج المحلي الإجمالي أو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي"².
- **التعريف الثالث:** النمو الاقتصادي يعني "تبايناً إيجابياً في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) على مدى فترة طويلة، يتم احتساب هذا الأخير لمدة عام في بلد معين بناءً على جميع القيم المضافة التي أنشأتها جميع الشركات والمؤسسات في هذا البلد"³.
- **التعريف الرابع:** النمو الاقتصادي هو "الزيادة الناجمة في الناتج القومي الحقيقي من فترة لأخرى، ويعكس النمو الاقتصادي التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلال هذه الطاقة. فكلما ارتفعت نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة في جميع القطاعات الاقتصادية كلما ازدادت معدلات النمو في الناتج القومي والعكس صحيح"⁴.
- **التعريف الخامس:** يعرف الاقتصادي S.Kuznets الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1971 لعمله الرائد في قياس وتحليل النمو التاريخي للدخل الوطني في الدول المتقدمة النمو الاقتصادي على أنه: "الزيادة في قدرة الدولة على عرض توليفة متنوعة من السلع والخدمات الاقتصادية لسكانها وتكون هذه

¹ . إيمان عطية ناصف، محمد عبد العزيز عجمية، علي عبد الوهاب نجا، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص73.

² نعمة الله نجيب إبراهيم، أسس علم الاقتصاد التحليل الجمعي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2001، ص283.

³ مصطفى أحمد حامد رضوان، التنافسية كآلية من آليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم جهود النمو والتنمية في العالم، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2011، ص156.

⁴ عبد الوهاب الأمين، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، السعودية، 2002، ص371.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

الزيادة المتنامية في القدرة الإنتاجية مبنية على التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسية والإيديولوجية التي يحتاج الأمر إليها".¹

ثانيا: خصائص النمو الاقتصادي:

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا ما يلي:

- يجب أن يترتب على حدوث النمو الاقتصادي زيادة في دخل الفرد الحقيقي، أي الزيادة بمعدل النمو لا بد وأن يفوق معدل النمو السكاني، وبذلك فهو لا يقتصر على حدوث زيادة في الناتج القومي أو الدخل القومي فقط.
- أن يكون الأثر حقيقيا لا نقديا، وهذا يعني أن تكون الزيادة في دخل الفرد حقيقية وليست نقدية، فقد يزيد متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي النقدي بمعدل 15% إلا هذا لا يعني بالضرورة أن هذا الفرد زاد دخله بمقدار 15%، وذلك لأنه يجب الرجوع إلى اتجاه متوسطات الأسعار (أسعار الجملة أو نفقة المعيشة)، فإن بلغت أكثر من 15% فمعناه أن متوسط دخله الحقيقي لم يزد بل انخفض، وعلى ذلك لا بد من استبعاد أثر التغير في قيمة النقود أي لا بد من استبعاد معدل التضخم.
- أن لا تكون الزيادة في متوسط دخل الفرد بصفة مؤقتة، أي أن تكون على المدى الطويل، فإن تتبعنا متوسط نصيب الفرد من الدخل في الدولة معينة يجب أن نجد اتجاه مستمر نحو الزيادة بعد استبعاد أثر التضخم وعلى ذلك فإننا لا بد وأن نستبعد ما يعرف بالنمو العابر، الذي يحدث نتيجة لعوامل عارضة.²
- زيادة حجم الإنتاج: زيادة نصيب الفردي المجتمعي لا بد أن ترافقها زيادة في الإنتاج خلال الفترة الزمنية الحالية مقارنة بالفترات السابقة.
- حدوث تغييرات على مستوى طرق التنظيم بهدف تسهيل ديناميكية العمل وتداول عناصر الإنتاج بصورة أسهل، والبحث عن عناصر إنتاج أقل تكلفة وأكثر ربحية.³

ثالثا: أنواع النمو الاقتصادي.

يمكن تقسيم النمو الاقتصادي إلى عدة أنواع نذكر منها:⁴

1- النمو الطبيعي (التلقائي):

هو ذلك النمو الاقتصادي الذي يحدث بصفة تلقائية وغير مخطط لها بفعل القوى الذاتية المتاحة دون اتباع التخطيط العلمي ويكون هذا النوع بطيء ومستمر بالرغم من مروره في بعض الأحيان بهزات عنيفة

¹ مولود كبير، مجلول مراد، أثر الاستثمار على النمو الاقتصادي في المدى البعيد في الجزائر مقارنة مع مصر خلال الفترة 1980-2014، مجلة البديل، العدد السابع، 2017، ص 257.

² مصطفى أحمد حامد رضوان، مرجع سابق 2011، ص 156-157.

³ محمد أحمد بدر الدين، استراتيجيات النمو الاقتصادي، ط1، مؤسسة طيبة للنشر، القاهرة، مصر، 2017، ص 19.

⁴ عبد الصمد سعودي، بن العاربية أحمد، برامج الاستثمارات العمومية كآلية للتنويع الاقتصادي وزيادة معدلات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2001-2019)، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 04، 2017، ص 99.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

وقصيرة المدى بفعل التغيير الدورات الاقتصادية إلا أنه يتطلب مرونة كبيرة للإطار الاجتماعي والثقافي كي يتاح له الانتقال من قطاع لآخر.

2- النمو العابر:

هو ذلك النمو غير المستمر والمؤقت الذي يحدث نتيجة لعوامل وظروف طارئة عادة ما تكون خارجية يزول بزوالها، ويحدث هذا النوع بشكل كبير في الدول النامية إذ ينشأ كنتيجة لتوفر مؤشرات إيجابية مفاجئة مثل التجارة الخارجية لكنه يتلاشى بنفس السرعة التي ظهر بها، إن كون هذا النمو يحصل في ظل بنى اجتماعية وثقافية جامدة، فذلك يجعله غير قادر على خلق الكثير من آثار المعجل والمضاعف أو يؤدي في حدوث ظاهرة النمو بلا تنمية والتي تنشر بشكل أكبر وخاص في المجتمعات النامية والعربية على وجه الخصوص.

3- النمو المرتبط بتدهور شروط التبادل التجاري:

حسب الاقتصادي بجواتي فإنه في الحالة التي يؤدي فيها النمو الناجم عن زيادة تراكم رأس المال والتقدم التقني الى تدهور حاد في شروط التبادل التجاري فإن الخسارة التي تلحق بالدخل الحقيقي في بلدان العالم الثالث ، هي خسارة تفوق المكسب الأولي الذي تحقق في الدخل بسبب النمو نفسه، بحيث ينخفض مستوى المعيشة إلى ما دون المستوى السابق على النمو ، كما أن زيادة التخصيص في إنتاج المواد الأولية سيؤدي إلى تحسن وسائل انتاجها وبالتالي إلى تخفيض تكاليفها وتدهور شروط تبادلها التجاري. فيؤدي إلى ما يسمى بحالة النمو اليائس، إذ أن الميزة النسبية التي تتميز بها الدول النامية هي إنتاج المواد الأولية، وما تحققه من تخصص القاصرة عن تلبية الاحتياجات التنموية فيها.

4- النمو المخطط:

هو ذلك النمو الناتج عن عملية تخطيط شاملة للاقتصاد الوطني من قبل السلطات المسؤولة بصفة مستمرة ، كما يرتبط هذا النمو ارتباطا وثيقا بقدرات وكفاءات المخططين له ، وواقعية الخطط المرسومة. وفعالية تنفيذ والرقابة والمتابعة ، و الجزائر من الدول التي استهدفت هذا النوع من النمو عبر المخططات الاقتصادية في السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي.

رابعا: الفرق بين النمو والتنمية الاقتصادية:

كثيرا ما يحدث غلط وتداخل بين مصطلح النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية والتي تعرف على أنها " هي تحقيق تغييرات حقيقية في مختلف المجالات التكنولوجية والفنية والاقتصادية وغيرها، بعد الزيادة التي تطرأ على الناتج القومي في فترة معينة " ¹.

¹ إسماعيل بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات نماذج استراتيجية)، ط2، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن ، 1997، ص08.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

1- أوجه الشبه بين النمو والتنمية:

يمكن حصر أوجه التشابه بين النمو والتنمية كما يلي:¹

- كلاهما عبارة عن الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي.
- تحقق كلاهما يشترط حدوث زيادة حقيقية مستمرة وليست نقدية.
- كلاهما تين الزيادة تصاحبهما زيادة في الدخل الفردي.

2- أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية:

تتمثل أهم أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية في:

- من حيث طبيعة التغيير:

النمو الاقتصادي لا يهتم بهيكل توزيع الدخل القومي بين الأفراد ولا يركز على نوعية التغيير في الإنتاج أما مفهوم التنمية ينصرف إلى كيف يتم خلالها تحقيق زيادة مستمرة في الناتج القومي في المجتمع وفي متوسط نصيب الفرد من هذا الناتج خلال فترة من الزمن.

- من حيث ديناميكية التغيير:

يحدث النمو بصورة تلقائية في حين التنمية عملية مقصودة ومخططة من الدولة لإحداث تغييرات جذرية مطلوبة في هيكل النشاط الاقتصادي.²

- من حيث الأساس:

يتضمن النمو بالأساس نمو الناتج القومي دون حصول تغييرات مهمة وواسعة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية.³

- من حيث الشمولية:

التنمية أوسع وأشمل من النمو ويقصد بالشمولية انطواء هذا التعبير على مختلف ميادين الحياة ويجب أن تكون هذه التغييرات في الاتجاه الذي من شأنه أن يساعد على تلاحم أفراد المجتمع.⁴

المطلب الثاني: محددات النمو الاقتصادي وقياسها أولاً: محددات النمو الاقتصادي

تتمثل أهم محددات وعناصر النمو الاقتصادي فيما يلي:

1- الموارد الطبيعية:

¹ جلول مقاتل، أثر انتقال رأس المال البشري في تفعيل التنمية الاقتصادية في شمال شرف إفريقيا، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية،

تخصص مالية دولية واقتصاد دولي، جامعة شلف، الجزائر، 2014/2013، ص12.

² أوكيل حميدة، دور الموارد المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصادية

المالية والبنوك، جامعة بومرداس، الجزائر، 2016/2015، ص67.

³ حسين فيلح خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، ط1، دار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، ص178.

⁴ كمال حبيب، حازم البني، من النمو والتنمية إلى العولمة واللغات، ط1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص20.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

تعد مشكلة ندرة الموارد الطبيعية أحد معوقات النمو الاقتصادي في بعض بلدان العالم، فالموارد الطبيعية تلعب دوراً أساسياً وحاسماً في عملية النمو الاقتصادي في نظر فريق من الاقتصاديين إذ يربطون بين تحقيق النمو في بعض البلدان المتقدمة إنجلترا، فرنسا، أمريكا... إلخ، ووفرة المصادر الطبيعية فيها في حين يرى آخرون أن المصادر الطبيعية لا تلعب دوراً حاسماً في تحقيق النمو الاقتصادي بالرغم من أنها يمكن أن تساعد على تحقيقه، والدليل على ذلك أن هناك بعض الأقطار استطاعت أن تحقق حالة من التقدم بالرغم من افتقارها النسبي للمصادر الطبيعية كما هو الحال في اليابان، بينما بعض الدول النامية بالرغم من امتلاكها وفرة من المصادر الطبيعية غير أن لها لم تحقق تقدماً اقتصادياً مشهوداً حتى الوقت الراهن وتتضمن المصادر الطبيعية على مصدرين: مصادر متجددة على الأرض واستخداماتها وباطنها وما تحويه من معادن، ومصادر الطاقة، ومصادر كيميائية مهمة لحياة الإنسان، ومصادر المياه من الأنهار والبحيرات والبحار والمحيطات وما تتضمنه من ثروة وطنية للبلد والهواء. وكذا مصادر غير متجددة مثل الوقود العضوي كالبترول والغاز الطبيعي والفحم. وأخرى يمكن تدويرها وإعادة استخدامها مثل المعادن، فضلاً عن عملية إعادة التي تعتمد على الاستخدام المكثف للطاقة والذي يعمل بدوره على مواد تفتى باستخدامه.¹

2- رأس المال:

يضم رأس المال شقين هما:

- رأس المال المادي:

يتكون رأس المال المادي من الأدوات والآلات والمباني والبنية التحتية مثل الطرق والموانئ، ومن خصائصه الرئيسية أولاً أنه يتم إنتاجه عن طريق الاستثمار وثانياً أنه يستخدم بدوره في إنتاج المخرجات.²

- رأس المال النقدي:

هو الاستثمار الذي يتمثل بإنفاق رأسمالي في أصول رأسمالية جديدة تخدم القاعدة المادة التكتيكية لدورات الإنتاج المتتالية في الاقتصاد، وهو مهم في عملية الاستثمار للحصول على خدمات عناصر الإنتاج، أن عملية الاستثمار تعتمد على تراكم رأس المال الثابت فب الاقتصاد القومي.³

¹ زهرة حسين عباس التميمي، رجاء عبد الله عيسى السالم، مصادر النمو الاقتصادي ومؤشراته، ط1، الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص58.

² Rick Szostak , **the cause of economic growth pinterdisciplinary perspectives**, canada, 2009,p36.

³ زهرة حسين عباس التميمي، مرجع سابق، ص77.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

3- الموارد البشرية:

إن هذه الموارد تشمل كل أنواع الجهود البشرية أو المدخلات البشرية التي تدخل في الإنتاج، وهذه الموارد يمكن تقسيمها إلى الفئات التالية:

- عرض العمل: وهذا العرض يتألف من عدد العمال الذين من المفترض أنهم قادرون على العمل في أعمال لا تتطلب المهارة.

- أما الفئة الثانية فهي تلك التي تقوم بالعمل التنظيمي لوضع عرض العمل في مجال العمل وهذه الفئة تشمل المدراء والمنظمون.¹

4- التقدم التقني والتكنولوجي:

إن وجود نظام شامل للتعليم والتدريب من الأهمية بمكان من أجل تقديم الباحثين والفنيين المختصين والذين يعملون على خلق وتطبيق التكنولوجيا الحديثة، ويلاحظ وجود فروق كبيرة بين كمية البحوث البحتة والتطبيقية التي تقوم بها الدول المتقدمة إذا ما قورنت بتلك التي تقوم بها الدول النامية وفي الواقع فإن الهوة التي تفصل بين هاتين المجموعتين من الدول في هذا المجال أكبر من تلك التي تفصل بينهما بالنسبة لأي متطلب آخر.²

ويعد التقدم التقني من أهم العوامل التي تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، حيث كان للعلوم والتقنية الدور الكبير في التطور الاقتصادي للدول الصناعية، وذلك لأثرها في زيادة الكفاءة الإنتاجية في قطاعات الاقتصاد الوطني المختلفة. حيث أن استخدام منجزات التقدم تعمل على تغيير وتطوير هيكل المصادر، إذ تؤدي إلى إيجاد مصادر جديدة وتطوير القائم منها إضافة إلى تغيير الوزن النسبي لمساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي واستيعاب العمالة.³

ثانياً: مؤشرات قياس النمو الاقتصادي:

يمكن الاعتماد على معيارين أساسيين للتعبير عن النمو الاقتصادي وهما:

1- معيار الدخل:

هنالك عدة مؤشرات لقياس النمو حسب هذا المعيار وهي:

- مؤشر الناتج المحلي الإجمالي:

يعبر هذا المؤشر عن قيمة السلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الرقعة الجغرافية للبلد خلال مدة معينة (عادة ما تكون سنة)، وذلك بعد استبعاد القيمة المضافة لجميع الوحدات في فروع الانتاج المختلفة في اقتصاد ما.

¹ محمد صالح تركي القريشي، علم اقتصاد التنمية، ط1، مكتبة الجامعة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص55.

² محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، ط2، دار الجامعات المصرية، 1977، ص42.

³ زهرة حسن عباس التميمي، مرجع سابق، ص105.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- مؤشر الدخل الفردي:

يقيس هذا المؤشر النمو المحقق على مستوى كل فرد على حدى من حيث زيادة إنفاقه، تكمن أهمية هذا المؤشر في معرفة مدى العلاقة بين نمو الانتاج وتطور السكان.¹

- مؤشر التجارة الخارجية:

تعتبر التجارة الخارجية مؤشرا دافع للنمو الاقتصادي، باعتبارها مصدر مهما لتوفير التمويل اللازم لعملية النمو، كما أنها مصدرا رئيسي من مصادر توفير المواد الأولية والسلع الوسيطة والانتاجية اللازمة لهذه العملية، إضافة إلى كونها تؤثر وتتأثر بهيكل النشاط الاقتصادي، حيث يعتمد ذلك على طبيعة العلاقات التجارية، وما ينجم عنها من تغيرات في أسعار الصرف، إذ تؤدي الصادرات والواردات دورا مهما في تحديد سعر الصرف المحلية وبالتالي التأثير في ميزان المدفوعات.²

- معادلة سنجر (singer):

وضع الاستاذ سنجر معادلة للنمو الاقتصادي عام 1952، ولقد وصل لتلك المعادلة لمساعدة الأعمال التي قام بها في هذا الصدد غيره من الاقتصاديين مثل هيكس وهارود ودومار، وعبر سنجر عن معادلة النمو بأنها دالة لثلاثة عوامل هي:

أ- الادخار الصافي

ب- انتاجية رأس المال

ت- معدل نمو السكان

وتأخذ هذه الدالة الشكل التالي:

$$D=SP-R$$

حيث أن :

D: هو معدل النمو السنوي لدخل الفردي.

S: هو معدل الادخار الصافي

P: هي انتاجية رأس المال

R هو معدل نمو السكان السنوي.

معدل النمو السنوي=(معدل الادخار الصافي* انتاجية الاستثمارات الجديدة) - معدل نمو السكان

وأورد سنجر قيما عددية لهذه المتغيرات اذ افترض:

¹ عدناني خولة، وآخرون، أثر تقلبات أسعار النفط على معدلات النمو الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر وقطر-، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2019، ص 254.

² سهام مسغوني، رابع بالعباس، أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في ظل تقلبات أسعار النفط- دراسة قياسية لبعض من الدول العربية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 20، العدد 01، 2020، ص 265.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

أن معدل الادخار الصافي $S = 6\%$ من الدخل القومي

وأن انتاجية الاستثمارات الجديدة $P = 2\%$

وأن معدل النمو السنوي للسكان $R = 1.25\%$ ¹

2- معيار حجم النشاط الوطني

يتم قياس النمو الاقتصادي حسب هذا المعيار وفق عدة مؤشرات للاقتصاد الوطني التي تعكس نشاطه ونذكر منها:

- المعدلات النقدية للنمو:

يتم حسابها بالاعتماد على تغير التقديرات النقدية لحجم النشاط الاقتصادي الوطني من خلال تحويل قيمة السلع والخدمات إلى ما يعادلها نقدا بالعملة المتداولة. يتم قياس المعدلات النقدية للنمو باستخدام الأسعار الجارية، الثابتة والدولية²

● معدلات النمو بالأسعار الجارية :

تستخدم البيانات المنشورة سنويًا والمقومة بالعملة المحلية لقياس معدلات النمو الاقتصادي المحلية لفترات قصيرة، يعتمد في ذلك على معدل نمو الدخل الوطني ومعدل نمو الناتج الوطني الإجمالي ؛

● معدلات النمو بالأسعار الثابتة :

يتم تقدير معدلات النمو بالأسعار الثابتة بعد إزالة أثر التضخم ويكون ذلك عند قياس معدلات النمو نتيجة لارتفاع الأسعار و بروز ظاهرة التضخم، حيث أصبحت الأسعار الجارية لا تعبر عن الزيادة في الدخل والإنتاج ، لذا تطلب الأمر تعديل البيانات استنادًا إلى الأرقام القياسية للأسعار . لفترة طويلة الأجل؛

● معدلات النمو بالأسعار الدولية :

عادة ما يتم استخدام عملة واحدة في الغالب ما تكون الدولار الأمريكي عند حساب المقاييس المطلوب حسابها في الدراسات الاقتصادية الدولية المقارنة، نظرا لاختلاف أسعار تحويل العملات من بلد لآخر، و بالتالي تُقَوَّم العملات المحلية وتحوَّل إلى ما يعادلها من تلك العملة الموحدة دوليًا بعد إزالة أثر التضخم.

- المعدلات العينية للنمو :

يعتبر هذا المؤشر من أهم مؤشرات قياس معدل النمو الاقتصادي وعلاقته بالنمو السكاني، نتيجة للزيادة الكبيرة في معدلات السكان في العديد من الدول النامية والتي تقارب في بعض الأحيان زيادة معدلات نمو الناتج.

¹ محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، ط 01، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 101.
² مولاي بوعلام، البطالة والنمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2014، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة يحي فارس، المدية، 2015-2016، ص 80.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

أما في مجال الخدمات ونظرا لعدم الدقة في استخدام المقاييس النقدية، تستخدم مقاييس أخرى تعبر عن النمو الاقتصادي من بينها عدد الأطباء لكل ألف نسمة ونصيب الفرد من السلع الغذائية.... الخ.¹

- مقارنة القوة الشرائية

تستخدم المنظمات والهيئات الدولية مقياس قيمة الناتج الوطني مقومًا بسعر الدولار الأمريكي عند نشر تقاريرها الخاصة بالنمو الاقتصادي المقارن لبلدان العالم وترتيبها، إلا أن هذا المقياس يخفي القيمة الحقيقية لاقتصاديات الدول النامية بسبب ربطه بين قوة الاقتصاد وبين معدل تبادل العملة الوطنية المقومة بالدولار الأمريكي، لذلك تم إعداد مقياس جديد يعتمد على القوة الشرائية للعملة الوطنية داخل حدودها أي حجم السلع والخدمات التي يحصل عليها المواطن مقابل وحدة من عملته الوطنية مقارنة بالقوة الشرائية للعملة في البلدان الأخرى، يعتبر هذا المقياس من أهم المقاييس، لأنه حقق قفزة نوعية في مجال قياس معدلات النمو الاقتصادي، من خلاله أعيد الترتيب السابق لبلدان العالم من حيث حجم الناتج القومي.²

إلا أن هناك عدة مشكلات في استعمال النمو في الناتج المحلي الإجمالي الفردي لقياس جودة الحياة وجودة الوضع العام للسكان ونذكر منها:³

- لا يشمل الناتج المحلي الإجمالي في الحساب قيمة كل السلع والخدمات التي تحصل خارج مكان السوق؛
- لا يشمل الناتج المحلي الإجمالي في الحساب قيمة السلع والخدمات المنتجة في القطاع غير الرسمي من الاقتصاد الوطني على نحو دقيق، بل يقدره بالتقريب فقط؛
- لا يشمل الناتج المحلي الإجمالي قيمة السلع التي لم تنتج في السنة المالية الحالية مثل السيارات المستعملة؛
- لا يوفر الناتج المحلي الإجمالي أية معلومات حول تغير قيمة السلع المنتجة أصلا والتي ربما تعكس تغييرا في مستوى المعيشة.
- إن النقائص والعيوب في استعمال مؤشر الناتج المحلي الإجمالي، ربما تكون ذات أهمية عند دراسة السياسة العامة، لكن لأغراض النمو الاقتصادي في المدى القصير أو المدى الطويل، فإن الناتج المحلي الإجمالي يبدو مؤشرات جيدا. ليس هناك مؤشر للنشاط الاقتصادي الكلي مقبول على نحو واسع مثل الناتج المحلي الإجمالي.

¹ المرجع نفسه ص 80.

² إيمان عطية ناصف، محمد عبد العزيز عجمية، مرجع سابق، ص 92.

³ محمد صالح تركي القرشي، مرجع سابق، ص 73.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

المطلب الثالث: منافع وتكاليف النمو الاقتصادي

أولاً: منافع النمو الاقتصادي:

هناك عدة فوائد ومنافع يمكن تحقيقها بعد حدوث النمو الاقتصادي نذكر منها¹:

- تحسين مستويات المعيشة:

يعتبر تحسين مستويات المعيشة من الفوائد الأساسية للنمو الاقتصادي، إن الزيادة في كمية ونوعية السلع والخدمات التي يقدمها الجهاز الإنتاجي سوف تتيح للسكان الحصول على مزيد من هذه السلع والخدمات، من ناحية أخرى إن تحسين مستوى الدخل سوف يمكن الأفراد من الإنفاق بشكل أكبر من أجل تملك السلع المعمرة مقابل تخصيص حصة أقل للسلع الاستهلاكية الضرورية (الغذاء، الملابس)

- ارتفاع العمر المتوقع للسكان:

إن تقديم الرعاية الصحية الملائمة وتحسين بيئة العمل سوف تمكن السكان من العيش لفترة أطول.

- مكافحة الفقر:

يساعد النمو الاقتصادي الحكومة على اتخاذ الإجراءات المختلفة من أجل مكافحة الفقر، حيث أن زيادة الدخل والأرباح سوف يخصص جزء منها من أجل زيادة فرص العمل ودعم قطاعات الصحة المجانية التي تستهدف المجتمعات الفقيرة، بالإضافة إلى دعم قطاع التعليم وتقديم إعانات للفقراء؛

- تحسين مستوى الخدمات العامة:

إن زيادة مستوى الدخل كنتيجة للنمو الاقتصادي من الممكن استخدامها من أجل تحسين المستوى الكمي والنوعي للخدمات العامة التي تقدمها الدولة، مثل الخدمات الصحية وخدمات التعليم، كل ذلك سوف يؤدي إلى تحسين إنتاجية قوة العمل مما يساهم ثانية في تعزيز إجراءات الإنماء الاقتصادي؛

- مكافحة التلوث:

يمكن أن تستخدم بعض الموارد من أجل تنظيف البيئة، من الممكن إذا زادت القدرة الإنتاجية أن يؤدي ذلك إلى تحسين البيئة المحلية من دون أن يتم تخفيض كمية ونوعية السلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد الوطني. وفي الواقع فإن هذه النتيجة تعتمد على كيفية إنجاز النمو الاقتصادي.

ثانياً: تكاليف النمو الاقتصادي

على الرغم من أهمية النمو الاقتصادي ولاسيما ما يتعلق بتوفير المزيد من السلع والخدمات لأفراد المجتمع وأهميته في تحسين شروط المعيشة، وتتمثل تكاليف النمو اقتصادية وغير اقتصادية للنمو في:

¹ مولاي بوعلام، مرجع سابق، ص 43.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- الإضرار بالمحيط والموارد الطبيعية :

إن الإضرار أو إفساد المحيط ليس بحاجة إلى إثبات فهو يظهر من خلال: التلوث، الازدحام، الضجيج، تشويه المناظر واختلال توازن البيئة.

- **التكاليف الاجتماعية** لم يخفض النمو الاقتصادي بشكل ملموس الفوارق الاجتماعية في معظم البلدان ولهذا كان مصدراً لحالات الفقر خاصة في فئة (المزارعون، صغار التجار، حرفيين) ، وكذلك بالنسبة لبعض الدول أوجب النمو الاقتصادي بعض الفئات الاجتماعية تحمل تكاليف لا تطاق مثل (شروط العمل للعمالة المتخصصة والعمالة المهاجرة) إلى جانب استغلال الموارد الطبيعية للبلدان التي هي في طريق النمو.¹

- التضحية بالرغبات الآنية:

كلما رغبتنا في زيادة معدل النمو الاقتصادي كلما تطلب الأمر زيادة في التضحية سواء بتأجيل الراحة والاشتغال في أيام الأسبوع كلها لزيادة الإنتاج (أو بالاستهلاك) في حالة عدم إمكانية استغلال الموارد الاقتصادية استغلالاً كاملاً يخفف الاستهلاك الحالي لزيادة الاستثمار، فلا بد من مقارنة قيمة أو كلفة التضحيات التي يرغب القيام بها اليوم أو غداً لأجل تحقيق معدل معين في النمو الاقتصادي مع قيمة المنافع التي تتحقق في المستقبل.

- زوال الموارد الطبيعية:

إن النمو المتزايد يتطلب استخدام كميات متزايدة من الموارد الطبيعية، هذا ما يؤدي إلى نضوب العديد منها : كالبترول والغاز مثلاً، هذا على حساب الأجيال القادمة. لا بد من المحافظة على نوع من التوازن الأمثل بين التكاليف والمنافع المترتبة على النمو الاقتصادي بالنسبة للمجتمع في الوقت الحاضر والمستقبل.²

¹ برنيه سيمون، أصول الاقتصاد الكلي، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ص 569-470.

² حربي محمد موسى عريقات "مقدمة في التنمية والتخطيط الاقتصادي"، دار الكرم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص70.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

المبحث الثاني: النمو الاقتصادي وفق الفكر الاقتصادي

ركز الفكر الاقتصادي باختلاف مدارسه وعلى مدار الحقب التاريخية توضيح الشروط والمتغيرات التي تحقق النمو الاقتصادي، حيث تباينت الآراء بين من يراه يرجعه لتراكم رأس المال، الاستثمار، الادخار ومن يرجعه للتقدم التقني وصولاً الى من يرى أن رأس المال البشري والمعرفة الركيزتين الأساسيتين لتحقيق النمو .

المطلب الأول : النمو الاقتصادي في الفكر الكلاسيكي والنيوكلاسيكي.

أولاً: النمو الاقتصادي وفق الفكر الكلاسيكي:

1- النظرية الكلاسيكية:

هدف رواد الفكر الاقتصادي الكلاسيكي الى البحث في أسباب نمو الدخل الوطني وكذلك الآليات التي يتم بها ومن أهم الاقتصاديين الكلاسيكيين الذين بحثوا في ذلك نجد:

- **النمو عند آدم سميث:**

تمثل آراء آدم سميث بداية التفكير الاقتصادي المنظم والمتصل منه بعملية النمو الاقتصادي بصورة خاصة، ويعتبر سميث بأن العمل مصدر لثروة الامم وتقسيم العمل وأنه وسيلة لزيادة انتاجية العمل وبالتالي ثروة الأمم، وقد اهتم آدم سميث بتحديد العوامل التي تحقق النمو ، ومن أكبر مساهماته هي فكرة زيادة العوامل التي تحقق النمو، من خلال زيادة عوائد الانتاج المستند الى الظاهرة تقسيم العمل والتخصص وتحقق مزايا عديدة جراء تقسيم العمل أهمها:

- زيادة انتاجية العمل الناجمة المترتبة عن زيادة مهارة العاملين.

- زيادة الابتكارات المترتبة عن التخصص.

- تناقص وقت العمل الضروري من أجل العمليات الانتاجية.

ويؤكد سميث على أن الاستثمار يعتمد في الأساس على الادخار الذي ينجم عن الأرباح المتولدة من النشاط القطاعات الصناعية والزراعية ومن تخصص العمل،، أن نمو مستويات المعيشة الانتاج يعتمدان على تراكم رأس المال والاستثمار ، كما يرى أن تقسيم العمل أكثر على حجم السوق ومع تحسن وسائل النقل فإن حجم السوق يزداد ويصبح العمل أكثر تخصصاً وتحل النقود محل المقايضة وتزداد الانتاجية.

كما أكد سميث أن أهمية الادخارات كعامل في تراكم رأس المال وأن هذا الأخير بدوره مهم في النمو الاقتصادي ولهذا يؤكد على أهمية الادخارات وتراكم رأس المال وأن نموذج سميث للتنمية بحركة رأس مال المولد من الأرباح الناجمة عن النشاط الصناعي وان الاستثمار يعتمد على معدل الربح.

فإذا انخفض معدل الربح ينخفض الاستثمار، وانطلق سميث من أن كل الادخار سيحول إلى استثماره، ولهذا لا

يمكن حصول تراكم رأسمالي وتنمية بدون توفر مدخرات.¹

¹مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص56-57.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- النمو عند دافيد ريكاردو:

من منطلق آراء هذا الاقتصادي فإن حالة الركود أو اللانمو لا تنتج عن النشاط الصناعي بقدر ما هي ناتجة عن النشاط الزراعي بسبب الغلة المتناقصة لهذا الأخير وهذا سبب تباين نوعية الأرض وبالتالي تباين سعر الربيع الذي يمثل تكلفة الانتاج وبالتالي من معوقات سرعة النمو الاقتصادي بالإضافة إلى وجود تباين بين نمو الناتج الزراعي البطيء والنمو السكاني السريع أما عن استغلال الأراضي الأقل جودة بما يتناسب مع ريعها فيؤدي إلى انخفاض نسبي في الربح للرأسماليين والأجر للعامل.¹

- النمو عند روبرت مالتوس:

ركز الاقتصادي مالتوس على جانبين هما نظرية السكان و أهمية الطلب الفعال بالنسبة للتنمية. حيث يعتبر الاقتصادي مالتوس الوحيد الذي أكد على أهمية ودور الطلب في تحديد حجم الإنتاج. حيث يرى أن الطلب الفعال ينمو تناسبيا مع إمكانيات الانتاج إذ يريد الحفاظ على مستوى الربحية، لكن ليس هناك ما ضمان على ذلك، كما ركز على ادخار الأراضي وعدم التوازن بين عرض الادخارات والاستثمار المخطط للاستثمار للرأسماليين، والذي يمكن أن يقلل الطلب على السلع وأن انخفاض حجم الاستهلاك يعيق التنمية، وفي حالة زيادة حجم المدخرات لدى ملاك الأراضي عن حاجة الرأسماليين للاقتراض فيقترح مالتوس فرض ضرائب على ملاك الأراضي.

ويرى مالتوس أن هناك اتجاهها ثابتا للسكان والذي يزداد بمعدل يفوق معدل نمو الغذاء، حيث يقول بأن نمو السكان ينمو بمتتالية هندسية (1، 2، 4، 8، 16، ...)، فيما ينمو الغذاء بمتتالية عددية (1، 2، 3، 4، ..). الأمر الذي يؤدي الى زيادة السكان بمعدل يتجاوز معدل زيادة الغذاء مما ينتج عنه مجاعات. ومنه إحباط مساعي النمو.²

وقد وجهت عدت انتقادات للنظرية الكلاسيكية، يمكن ذكر أهمها على النحو التالي:³

- اعتماد قوانين غير واقعية: لقد كانت نظرة الكلاسيك للاقتصاد نظرة تشاؤمية، والتي ترى بان اية تراكم رأسمالي هو الركود، والتي استندت إلى تراجع تناقص عوائد لأرض وكذلك على نظرية مالتوس في السكان، في حين يعيروا الاهتمام لإمكانات التطور التكنولوجي ودوره في الحد من اثر تناقص العوائد.
- يرى الكلاسيك بان الادخار يوجه إلى الاستثمار، وبالتالي الادخار يساوي الاستثمار، ولكن كما قال شومبيتر بان الاستثمار يمكن أن يزيد على الادخار من خلال التمويل المصرفي للاستثمار.

¹ مصطفى جاب الله، السياسة الاقتصادية الكلية ما بين تحقيق النمو واستهداف التضخم، ط1، الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص187.

² مدحت القرشي، مرجع سابق، ص59-60.

³ مدحت القرشي، مرجع سابق، ص64.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- أهملت هذه النظرية النظرية الكلاسيكية دور القطاع العام : إذ يؤكد بعض الاقتصاديين بان النظرية الكلاسيكية فشلت في إدراك أهمية القطاع العام في تعجيل التراكم الرأسمالي، وخاصة في البلدان النامية حيث تقل المؤسسات الخاصة، مما يفرض على الحكومة التدخل في النشاط الاقتصادي.
- عدم إدراك أهمية التقدم التكنولوجي : افترضت النظرية الكلاسيكية بأن المعرفة معطاة وثابتة عبر الزمن وبهذا فإنها فشلت في تصور أهمية التأثير الذي تتركه المعرفة والتكنولوجيا على التنمية الاقتصادية السريعة للبلدان المتقدمة حالياً.
- تصوراتها حول الأجور والأرباح : أظهرت التجارب العملية للنمو أن الأجور ارتفعت بشكل مستمر دون أن يحصل تنخفض معدلات الأرباح لدى المؤسسات و لم تبقى عند مستوى الكفاف كما توقعت النظرية الكلاسيكية.

ثانياً: النمو الاقتصادي وفق الفكر النيوكلاسيكي:

1- التفسير النظري للنمو عند النيوكلاسيك:

- برزت المدرسة النيوكلاسيكية في النصف الثاني من القرن التاسع عشر والتي اهتم روادها بتكوين رأس المال وقد ركز هؤلاء في ذلك على المزايا المتحققة عن النمو متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي حيث اعتبروا تعميق رأس المال وتزايد نسبة (k/l) مصدراً هاماً لهذه المزايا.
- وقد اعتمد النيوكلاسيكيون على شروط محددة حول حدوث النمو وهي:
- توافق الاستقرار السياسي مع رغبة المجتمع في التنمية.
 - ارتفاع ميل الادخار لدى السكان.
 - توافر عرض العمل الماهر مقرونًا بخبرات إدارية متطورة.
 - شيوع الروح التنافسية فيما بين عدد كبير من وحدات الانتاج المتلائمة ببعضها من حيث الحجم.
- واعتماداً على هذه الشروط أكد الفكر المذكور التصورات الآتية حول النمو والتنمية الاقتصادية.
- استمرار تراكم رأس المال في عمليات الانتاج ولتحقيق ذلك تم الاهتمام بعلاقة الاحلال بين رأسمال والعمل، حيث يمكن للاقتصاد أن يحقق التراكم المطلوب دون الحاجة إلى زيادة حجم العمل، وهذا مع تحسين التكنولوجيا يقل الطلب على العمل، فيزداد الانفاق الاستثماري وهذا ما يرفع من سعر الفائدة مما يشجع المدخرين على زيادة الادخار، وتندفع أسعار الرأسمالية إلى الأعلى وبالتالي يزداد تراكم رأس المال.
 - التنمية عملية مستمرة ، متدرجة ومتوافقة تجري في ظروف تتسم بالتفاؤل.
 - إن التخصص الانتاجي وتقسيم العمل يزيدان من عملية التراكم، إذا ما تم اعتماد نظرية التكاليف النسبية التي طورها ريكاردو.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- التأكيد على نسب متغيرة لدالة الانتاج وحيث تتباين رأس المال الى العمل فإن مع زيادة استيعاب العمل مع مخزون معطى لرأس المال ترتفع نسبة الناتج الى رأس المال أي ترتفع إنتاجية رأس المال وبالتالي تقل نسبة الناتج الى العمل، أي تنخفض إنتاجية العمل وبالمقابل كلما قل استيعاب العمل مع مخزون معطى لرأس المال تنخفض إنتاجية رأس المال وترتفع إنتاجية العمل.¹

2- الانتقادات الموجهة للنظرية النيوكلاسيكية:

وجهت العديد من الانتقادات للتفسير النظري للنمو حسب النيوكلاسيك منها:²

- إغفال دور السياسات الاقتصادية :

لقد تعرضت النظرية النيوكلاسيكية إلى نقد شديد يتعلق بعدم تأثر معدل النمو الاقتصادي بالسياسات الاقتصادية الحكومية (الإنفاق الحكومي، الضرائب، عجز الموازنة) نظرا لأنه لا يتأثر إلا بالعوامل الخارجية، إذ ترى بان الاقتطاع الإجباري اللازم لتغطية النفقات العامة ليس لها أي اثر إلا نزع المدخرات الخاصة، على اعتبار أن هذا الاقتطاع ينقص من معدل الادخار في الاقتصاد مما يؤدي إلى تضيق النشاط الخاص الرأسمالي، ومن ثم فان الاقتطاع العام لا يمكن تبريره إلا إذا كان معدل الادخار في الاقتصاد أكثر ارتفاعا من المعدل الطبيعي، ففي هذه الحالة يسمح الاقتطاع العام بعلاج التراكم المكثف من رأس المال الخاص. إن الواقع الاقتصادي والدراسات التي أجراها رينولدز عام 1983 أثبتت عدم صحة الفرضيات المتعلقة بإغفال اثر السياسات الاقتصادية على النمو الاقتصادي. حيث قام بدراسة التغيرات الملحوظة في معدلات النمو في عدة دول لمدة لا تقل عن 10 سنوات، واستنتج بأنه غالبا ما يرجع النمو الاقتصادي إلى تغيرات محسوسة في السياسات الحكومية، و ذلك ما ينطبق على وضع الدول النامية.

- إغفال دور التصرفات الاقتصادية لأطراف النشاط الاقتصادي :

ترى النظرية النيوكلاسيكية بان النمو الاقتصادي لا يتأثر إلا بالعوامل الخارجية، ولذلك رأت بأن سلوك أو تصرفات أطراف النشاط الاقتصادي (استثماراتهم، بحوثهم... الخ) لا تؤثر على معدل النمو الاقتصادي. فهي تشير إلى أن الاستثمار لا يمكن أن يعتبر من بين العوامل التي قد تنعكس على معدل النمو الطويل الأجل، ف نموذج سولو يعتبر أن الإيرادات الحدية لرأس المال إيرادات متناقصة، مما يعني انه مع مزيد من الاستثمارات يتحقق المزيد من التراكم في رأس المال، و الذي يتجاوب معدل الحجم الفعال من القوة العاملة كعامل خارجي النمو.

إن التحليل السابق غير مقنع، فحسب الشواهد السابقة، وطبقا لما وصلت إليه نماذج النمو الذاتي، تبين بأن معدل إيراد رأس المال ثابت ولا يتناقص، وتفسير ذلك فيما يولده رأس المال من وفورات

¹ هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص374-375.

² ضيف أحمد، أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي المستديم في الجزائر (2012، 1989)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2015/2014، ص 42.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

خارجية ايجابية، وذلك عندما يقوم أحد الأطراف بتصرفات أو أنشطة اقتصادية لها انعكاس ايجابي يتعدى هذا الطرف، بحيث يحقق نفعاً أو مكسباً مجانياً للأطراف الأخرى.

3- نماذج النمو الاقتصادي في الفكر النيوكلاسيكي

- نموذج سولو 1957

يعتبر نموذج سولو في النمو الاقتصادي أحد الإسهامات البارزة للمدرسة النيوكلاسيكية، وترجع هذه المدرسة مصادر النمو الاقتصادي إلى:

- رأس المال العيني أو المادي (K)
- العمل (L).
- مستوى التقدم التقني (T)

يركز هذا النموذج على إدماج القطاع العام وتأثيرها على سبيل تحقيق النمو الاقتصادي في مسار يسمح بوجود مقارنة لتراكم رأس المال العمومي، ويتأسس هذا النموذج على الدالة الرياضية الشهيرة coob¹: doglas

$$y = AK_t^\alpha L_t^\beta \dots\dots\dots(1).$$

وعند إضافتنا لعامل الإنفاق الحكومي نجد:

$$Y = k_t^\alpha G_t^\beta (A_t L_t)^{1-\alpha-\beta} \dots\dots\dots(2)$$

مع الإشارة إلى أن $\alpha, \beta < 1$

علماً أن y : تمثل الإنتاج

G : مخزون رأس المال العام

A : التطور التقني

فإذا اعتبرنا L, A متغيران خارجيان ونعرف عند ذلك $\hat{Y}, \hat{G}, \hat{K}$ مقدرات بالنسب التالية

$$\hat{K} = \frac{K}{AL}, \hat{G} = \frac{G}{AL}, \hat{Y} = \frac{Y}{AL}$$

ويمكن عندئذ $\hat{Y} = \hat{K}^\alpha \hat{G}^\beta$

ومع وضع s_k نسبة الاستثمار في القطاع الخاص، s_g نسبة الاستثمار العمومي، و δ نسبة ضياع رأس المال

والزيادة في \hat{K} و \hat{G} محددة بالتالي:

$$\hat{k} = s_k \hat{y} - (n + a + \delta) \hat{k} = s_k k^\alpha g^\beta - (n + a + \delta) \hat{k}$$

$$s_g k^\alpha g^\beta - (n + a + \delta) \hat{g}$$

¹ مصطفى جاب الله، مرجع سابق، ص 194-196.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

وهذا هو المسار للنمو المتوازن بمعدل ثابت

أما مخزون رأس المال بشقيه العام والخاص فيعبر عنه بوحدة العمل الفعالة

$$\hat{K} = \left[\frac{S_K^{1-\beta} S_G^\beta}{N+\alpha + \delta} \right]^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} \dots \dots \dots (3)$$

$$\hat{G} = \left[\frac{S_K^\alpha S_G^{1-\alpha}}{N+\alpha + \delta} \right]^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} \dots \dots \dots (4)$$

وبتعويض المعادلتين (3) و(4) بدالة الانتاج نجد:

$$Y = \left[\frac{S_K^{1-\beta} S_G^\beta}{N+\alpha + \delta} \right]^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} \cdot \left[\frac{S_K^\alpha S_G^{1-\alpha}}{N+\alpha + \delta} \right]^{\frac{1}{1-\alpha-\beta}} \dots \dots \dots (5)$$

مع العلم أن S_g هو سلوك السلطات العمومية ذو الطابع الاستثماري العمومي أما S_K فهو نقيض ويشترط انجاز مسار التقارب الديناميكي والانتقالي مع كون العلاقة إيجابية مع معدل النمو وعكسية مع الدخل إذ إذا افترضنا ثبات عنصر العمل في نموذج solow فإننا نتحصل على دالة $Y=Q(K)$ لها على الأقل حل مخالف على الصفر وهو حل وحيد إذا كانت الدالة محدبة وتحقق شروط INADA وهي:

$$\begin{aligned} \dot{Q} & (K) > 0 \\ \ddot{Q} & (K) < 0 \\ \ddot{Q} & (K) = 0 \end{aligned}$$

$$\lim_{K \rightarrow 0} Q'(k) = +\infty \quad \lim_{K \rightarrow \infty} Q'(k) = 0$$

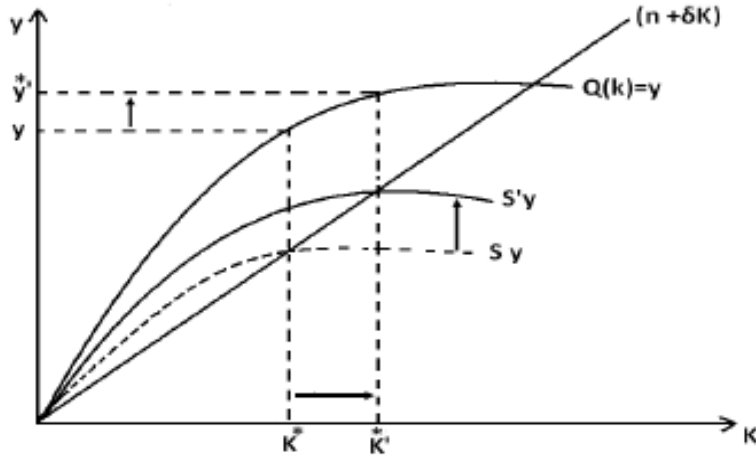
هذه الشروط تضمن تحذب الدالة ووجود توازن مع محدوديتها واستقرارها وطبعا هذا النمو في الدالة الأخيرة يكون بأثرين:

-1 أثر الزيادة في معدل الاستثمار

زيادة معدل الاستثمار ناتج عن سلوك المستهلكين في زيادة معدل الادخار وعليه ونتحصل عندئذ على الشكل التالي:

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

الشكل (01-02) أثر زيادة معدل الاستثمار على رأس المال والنمو:

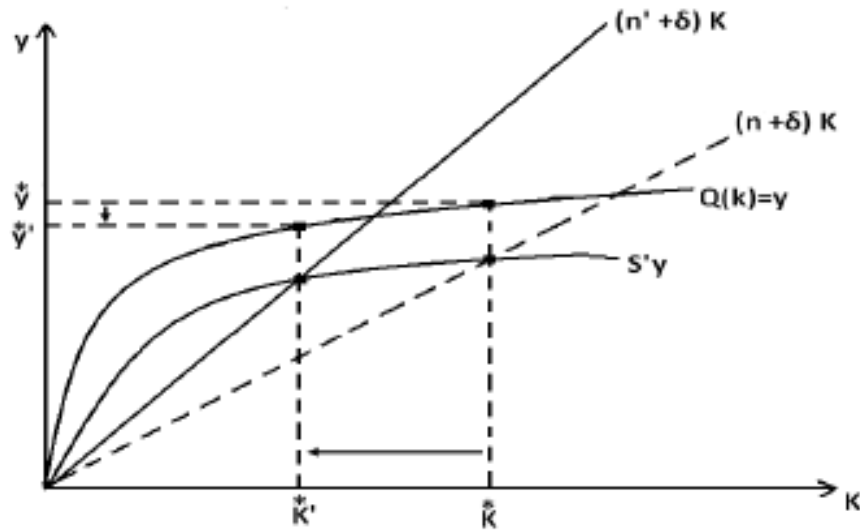


المصدر: مصطفى جاب الله، مرجع سابق، ص 197.

2- أثر زيادة عدد السكان

الزيادة في معدل السكان تفرض ضغوط قوية على تراكم رأس المال يعني أن رأس المال الفردي سوف يرتفع بزيادة العمل k/L إذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (2-2) أثر الزيادة السكانية على نمو رأس المال وفق نموذج **solow**.



- المصدر: مصطفى جاب الله، مرجع سابق، ص 198.

- نموذج جيمس ميد 1961:

قام جيمس ميد والذي يعتبر من أنصار المدرسة النيوكلاسيكية في الفترة التي عمل فيها كأستاذ بجامعة كامبردج بمحاولة لتوضيح مدى إمكانية تحقيق النمو الاقتصادي المتوازن وفقا لفرضيات المدرسة النيوكلاسيكية وقد نشر محاولته في كتابه النظرية النيوكلاسيكية للنمو الاقتصادي. استخدم ميد دالة الانتاج التي تسمح بوجود وفرة

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

الحجم بين عناصر الانتاج المتغيرة، وافترض أن هناك منتجا واحداً يمكن انتاجه، إما لتكوين رأس المال أو الاستهلاك وأن هناك عوامل للإنتاج تتمثل في رأس المال (K) العمل (L)، الأرض (R) والزمن (T). إضافة إلى فرضيات أخرى يمكن اختصارها أهمها في النقاط التالية:

- الاقتصاد مغلق مع وجود المنافسة التامة في أسواقه وكل السلع يتم انتاجها محلياً.
 - افتراض ثبات نسبة الاهتلاك السنوية للآلات.
 - تشابه الماكينات والآلات في المجتمع وهي الشكل الوحيد لرأس المال .
- انطلق ميد في نموذج من أن الزيادة في أي عنصر من عناصر دالة الانتاج أو في تركيبة من عناصرها سيؤدي إلى زيادة في الانتاج بكميات غير محددة وهذا عندما تكون الأرض هي العنصر الثابت بينما يتغير العمل ورأس المال بزيادة ، مع وضع الزمن كعامل بديل عن التقدم التقني.
- وقد توصل إلى أن الانتاج في النموذج النيوكلاسيكي يمكن أن يعبر عنه بصيغة معدلات نمو مختلف عوامل الانتاج وفق المعادلة التالية:¹

$$\frac{\Delta Q}{Q} = \frac{VK}{Q} \cdot \frac{\Delta K}{K} + \frac{WL}{Q} \cdot \frac{\Delta L}{L} + \frac{\Delta q}{Q}$$

حيث:

معدل النمو السنوي في الانتاج: $\frac{\Delta Q}{Q}$

معدل النمو السنوي في رأس المال: $\frac{\Delta K}{K}$

معدل النمو السنوي للعمل: $\frac{\Delta L}{L}$

معدل التغير في الانتاج الحاصر من التقدم التقني: $\frac{\Delta q}{Q}$

تمثل مرونة الانتاج بالنسبة لرأس المال: $\frac{VK}{Q}$

تمثل مرونة الانتاج بالنسبة للعمل: $\frac{WL}{Q}$

فالنمو الاقتصادي حسب ميد يشكل من حاصل ضرب مرونة الانتاج بالنسبة لرأس المال بمعدل نمو تكوين رأس المال يضاف إلى ذلك حاصل ضرب مرونة الانتاج بالنسبة للعمل بمعدل نمو القوى العاملة إضافة إلى التغير التقني.

- نموذج رامسي:

بعد تفسير القاعدة الذهبية على أنها وضعية توازنه في المدى الطويل وشبه مستقر يكون عندها الاستهلاك الفردي أعظمي، ومن ثم بات من الضروري تبيان مسار الاستهلاك الذي يجب أن يسلكه الاقتصاد لبلوغ تلك الوضعية ، وجاء نموذج رامسي ليعطي أفضل مسار، حيث يتم تعريف المسار من خلال أفضلية الوكلاء، ومن

¹ اسماعيل بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتيجيات)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011، ص 107-108.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

أجل تفادي المشاكل المتعلقة بجمع الأفضليات ، ثم تقليص الوكلاء إلى فرد وحيد هو العامل الإداري (المخطط) تمثل أفضلية هذا الوكيل بدالة المنفعة غير المنتهية زمنياً.

يفترض نموذج رامسي مجموعة معتبرة من المؤسسات المتشابهة التي لها نفس دالة الانتاج من الشكل $Y=F(K,AL)$ والتي لها نفس خصوصيات دالة سولو وان تنتج سلعة واحدة، بالإضافة إلى أنه يوجد العديد من العائلات المتشابهة فيما بينها أي حجم كل عائلة ينمو بنفس المعدل وليكن h ودالة منفعتها غير منتهية الزمن على الشكل التالي:¹

$$\int_0^t e^{-pt} u(CT) dt$$

معدل الأفضلية للحاضر كلما كان مرتفعاً كلما كانت العائلات تفضل الاستهلاك المستقبلي وعليه فإنه في الزمن $t+1$ يتم التقسيم بين بين الاستهلاك $c+1$ والاستثمار $kt+1$ عن طريق الانتاج والذي هو دالة للاستثمار في الفترة t أخذ بعين الاعتبار اهتلاك رأس المال بمعدل δ ، والاستثمار الضروري من أجل تخصيص رأس المال للسكان الإضافيين $h.k$ ويمكن كتابة معادلة التغيير الزمني للاستثمار كما يلي:

$$dk = dt = k = f(k) - (\delta + h)k - e$$

ومنه حسب رامسي فإن النمو الأمثل يتم عند تعظيم دالة المنفعة

$$MAX \int_0^{\infty} e^{pt} \mu(c_t) dt$$

$$k^{s/c} = f(k) - (\delta + h)k - c$$

ذات قيمة لـ k تساوي NO/KO

يتم حل هذا النموذج وفقاً لتقنية المراقبة المثلى والتي تعطي الحل التالي

$$\frac{I}{C} = \sigma(C) [f(k) - \delta - n - p]$$

حيث $\sigma(C)$ تمثل المرونة الاستبدالية للاستهلاك

المطلب الثاني: النمو في الفكر الكينزي:

1- التفسير النظري للنمو عند الكينزيين:

انتقد كينز النظرية الكلاسيكية و خصه قانون المنافذ لساي، وأكد بأن مستوى الطلب لا يتحدد بالضرورة عند مستوى الاستخدام الكامل، بل يمكن أن يحدث عند أي مستوى من الاستخدام والدخل ، كما يرى أن مستوى الاستخدام يتحدد في الأساس من خلال الطلب الكلي.

أولى كينز اهتماماً كبيراً بالاستقرار الاقتصادي ، وكذا عملية تحريك الطلب الفعال الذي يضمن الوصول إلى توظيف الموارد البشرية المعطلة وتشغيل الطاقة الانتاجية الفائضة ، وعليه ربط معدل النمو الاقتصادي بالنتائج

¹ أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص90.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

الاجمالي، وبالتالي يكون الطلب العامل الأساسي المحدد والموجه لكل من التشغيل، الاستثمار والانتاج دون أية آلية تلقائية تجعل بالضرورة الاستثمار والادخار متساويين عند مستوى التشغيل الكامل.

وحاول كينز على غرار الكلاسيك التركيز على متغيرات تتسم بالديناميكية والتحول التكنولوجي، نمو السكان، إلا أن هذه الأخيرة كانت تعاني من بعض الجمود والصيغ العامة، مما جعل التحليل الكينزي لم يلمس تماما جوهر ظاهرة النمو الاقتصادي ليأتي بعده كمبردج الذي اهتم ودرس موضوعات النمو والتنمية للاقتصادي بعمق، حيث ظهرت في النصف الثاني من القرن الماضي أطروحة كمبردج الحديثة من خلال أفكار كالدور وروبنسون، ولقد أكد كالدور على ثلاثة قوانين:

- ارتباط نمو الناتج القومي بنمو الناتج الصناعي من خلال الخصائص الهيكلية للنشاط الصناعي.
- ارتباط نمو انتاجية العمل بنمو الناتج الصناعي.
- ارتباط نمو انتاجية العمل في الاقتصاد ككل بنمو تشغيل في القطاعات غير الصناعية.

وبصورة عامة رفضت الأطروحة السابقة الأسلوب التقليدي لتوازن الادخار مع الاستثمار واعتمدت بدلا منه الأسلوب الكينزي التقليدي لتوازن الادخار مع الاستثمار واعتمدت بدلا منه الأسلوب الكينزي فإن الاستثمار لا يتقرر بميل الادخار بل بقرارات رجال الأعمال والتي تقوم عادة على أمور أخرى مثل خبراتهم الشخصية في فترة سابقة وسياسات الحكومة وتأثيرات ثقافية واجتماعية وحساسية اتجاه المخاطر، كما رفضت الأطروحة المعنية القوانين الخاصة بالإنتاجية الحديثة لتوزيع الدخل وبالمقابل ركزت على علاقة النمو الاقتصادي بتوزيع الدخل، وأخذت منه التحليل الكينزي (أن الاستثمار هو محدد (AD) الذي يرتبط بالناتج أو AS من خلال المضاعف¹.

2- الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية:

- على الرغم من أن الاقتصاد اليوم لا يزال يعرف بالاقتصاد الكينزي غير أن هناك بعض الأمور الأساسية التي أغفلها كينز فكانت محل نقد لنظريته ومن أهمها:²
- أدخل كينز متغيرات تتسم بالديناميكية مثل نمو السكان و التحول التكنولوجي و الريادة، و لكنها من الأساسية للنمو الاقتصادي.
- غفل عن ربط المتغيراته الديناميكية بنظرية للإنتاج وأهمل التركيز على الاستثمار ومكوناته وكذلك على دور تطوير قطاعات معينة في الاقتصاد.
- لقد ظهرت كتابات كينز في عقد كان فيه سعر الفائدة متدنية جدا يجعله غير كافيا لاستعادة التشغيل الكامل، فقد وكأنه اعتقد أن البيئة النقدية التي سادت تلك الفترة ستكون هي القاعدة العامة.

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 381.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 382.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- يلائم النموذج الكينزي للنمو اقتصاديات الدول المتقدمة الرأسمالية دون الدول المتخلفة والنامية ، ، حيث يستلزم نمو اقتصاد الدول المتخلفة تحليلاً خاصاً وذلك لسببين هما :

● اختلاف جوهر المشكلة في الدول المتقدمة عن المتخلفة، حيث تكمن مشكلة هذه الأخيرة في جانب العرض وليس الطلب، فمع شح ونقص عوامل الإنتاج العمل، رأس المال، وتخلف وسائل الإنتاج، فإنه لا زيادة الانفاق الحكومي لا تؤدي إلى زيادة الإنتاج بل إلى زيادة المستوى العام للتضخم.

● ارتفاع نسبة البطالة في الدول المتخلفة نظراً لهجرة العمالة من الريف إلى المدن ، لذلك فإن تطبيق سياسة كينز من شأنها زيادة مشكلة البطالة مع انخفاض الدخل القومي.

3- النماذج الرياضية لتفسير النمو حسب الكينزيين:

- نموذج هارود دومار 1946:

يعد نموذج هارود دومار من أكثر النماذج اتساقاً وشيوعاً ويرتبط باسمي الاقتصاديين البريطانيين روي هارود والأمريكي إيفري دومار، يركز النمو حسبهما على أن الاستثمار ضرورة حيوية لأي اقتصاد ويبين أهمية ودور الادخار في زيادة الاستثمار كمتطلبات لرأس المال وعلاقتها بالنمو.¹

انطلق طرح هارود من السؤال التالي: إذا كان التغيير في الدخل يحفز الاستثمار (المعجل)، فما هو معدل نمو الدخل لكي يتساوى الادخار والاستثمار المخططين لكي يتم تأمين التوازن المتحرك في اقتصاد ينمو مع الزمن؟. أما دومار فقد بحث في الظروف التي يمكن أن تجعل الاقتصاد الذي ينمو يحافظ على مستوى التشغيل الكامل؟

استند نموذج هارود دومار على الفرضيات أهمها:²

- افتراض تحقق توازن الاستخدام الكامل.
- افتراض أن الاقتصاد مغلق.
- افتراض أن الميل المتوسط للادخار يساوي الميل الحدي للادخار.
- افتراض ثبات الميل الحدي للادخار.
- افتراض ثبات معدل رأس المال الناتج $\frac{k}{y}$
- افتراض ثبات المستوى العام للأسعار ، وأسعار الفائدة

¹ محمد أحمد بدر، مرجع سابق، ص74.

² مدحت القرشي، مرجع سابق، ص74.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

يتمثل الافتراض الأساسي للنموذج هو أن الانتاج يعتمد على كمية رأس المال (k) المستثمر في الوحدة الانتاجية ، وأن معدل النمو في الناتج $\frac{\Delta y}{y}$ يعتمد على الميل الحدي للادخار MPS ورمزها $\frac{\Delta s}{\Delta y}$ ، وكذلك معامل رأس المال / الناتج (COR) ورمزها $\frac{K}{y}$

وبافتراض تساوي الميل الحدي للادخار والميل المتوسط للادخار يمكن صياغة النموذج هارود دومار على النحو التالي:¹

$$S = SY \dots \dots (1) \quad -1 \quad \text{الادخار } S \text{ يكون نسبة من الدخل القومي } Y \text{ أي :}$$

$$-2 \quad \text{الاستثمار } I \text{ يعرف بأنه التغيير في رصيد رأس المال } K \text{ ويكتب بالشكل التالي:}$$

$$I = \Delta K \dots \dots (2)$$

بما أن الرصيد الكلي لرأس المال له علاقة مباشرة بالدخل القومي الإجمالي الناتج Y وفقاً لمعامل رأس المال / الناتج فإن:

$$K = \frac{K}{y} \dots \dots (3)$$

$$K = \frac{\Delta K}{\Delta Y} \dots \dots (4)$$

$$\Delta K = \Delta KY \dots \dots (5) \quad \text{من المعادلتين (03) و(04) نجد :}$$

$$-3 \quad \text{بما أن الادخار القومي (S) يجب أن يساوي الاستثمار القومي } I \text{ نكتب المساواة التالية:}$$

$$I = S \dots \dots (6)$$

من المعادلتين (02) و(06) نجد:

$$I = \Delta K = \Delta KY \dots \dots (7)$$

وعليه يمكن كتابة متطابقة الادخار والاستثمار في المعادلة (06) بالشكل التالي:

$$S = SY = K\Delta Y = \Delta K = I \dots \dots (8)$$

$$\dots \dots SY = K\Delta Y \dots \dots (9) \dots \dots \text{ومنه يكون}$$

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{S}{Y} \dots \dots (10)$$

بقسمة المعادلة على نجد :

نلاحظ أن الجانب الأيسر للمعادلة (10) يشير إلى معدل التغيير أو معدل النمو GNP، تمثل هذه المعادلة ترجمة بسيطة لمعادلة (هارود-دومار) المشهورة في النمو الاقتصادي، فهي تعبر على أن معدل النمو يكون محدد بالارتباط بين معدل الادخار القومي (S) ومعامل رأس المال/الناتج (K) ويكتب بالصيغة التالية :

GNP=S/K حيث:

¹ ميشيل ب تودار، ترجمة محمود حسن حسني، التنمية الاقتصادية، دار المريخ، السعودية، 2009، ص126-127.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

GNP: معدل نمو الناتج.

S: معدل الادخار القومي.

K: معامل رأس المال على الناتج.

بشكل أكثر تحديدا هذه النظرية أنه في غياب الحكومة فإن معدل نمو الدخل القومي يرتبط بعلاقة موجبة مع الادخار أو الاستثمار ويرتبط بعلاقة سالبة مع عامل رأس المال/الناتج، فالارتفاع في K يؤدي الى انخفاض معدل نمو الناتج.

المطلب الثالث: النمو في الفكر الحديث.

1- نظرية النمو الداخلي:

بدأت هذه النظرية في منتصف الثمانينات من خلال إسهامات رومر، لوكاس وبارو، الذين ركزوا على دور رأس المال البشري والتعليم والتدريب كمصدر رئيسي للنمو الاقتصادي مثلهم مثل رأس المال المادي، وترتكز هذه النظرية على ركيزتين أساسيتين هما:

- رأس المال البشري

- المعرفة والتي من خلالها يتم توليد النمو طويل الأجل

وفرت نظرية النمو الداخلي إطاراً نظرياً جديداً، إذ أن نمو الدخل القومي الإجمالي الذي يتقرر بواسطة النظام الذي يحكم عملية الانتاج وليس من قبل قوى خارجة من ذلك النظام، إن هذه النماذج تنظر إلى أن النمو في الدخل القومي الإجمالي على أنه نتيجة طبيعية للتوازن في المدى الطويل، ومن الحوافز الأساسية لنظرية النمو الاقتصادي الجديدة هي أنها تسعى إلى توضيح الاختلافات في معدل النمو بين الدول، وعلى نحو أضيق فإن الذين نظروا للنمو الداخلي كانوا يسعون إلى توضيح العناصر التي تقرر حجم معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الذي ترك بدون توضيح وقرر على نحو خارجي.¹

إن نماذج النمو الداخلي تحمل بعض التشابه مع النظرية الكلاسيكية الحديثة ولكنها تختلف عنها على نحو كبير في افتراضاتها الأساسية وتمثل هذه الاختلافات في:²

- نبذ الافتراض الكلاسيكي الحديث في تناقص العوائد الحدية لاستثمارات رأس المال والسماح بوجود تزايد للعوائد إلى حجم في دالة الإنتاج الكلي، والتركيز على دور الوفرة الخارجية في تقرير معدل العائد على استثمارات رأس المال من خلال افتراض أن الاستثمار في رأس المال البشري يخلق وفورات خارجية وتحسينات في الانتاج وتعوض الميل الطبيعي لتناقص العوائد.

¹ محمد صالح القرشي، علم اقتصاد التنمية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، 100.

² المرجع نفسه، ص101.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- تسعى نظرية النمو إلى توضيح وجود حالة تزايد عوائد للحجم وتباعد أنماط النمو الاقتصادي في المدى الطويل بين الدول، حيث أن التغييرات الخارجية في التكنولوجيا لم تعد ضرورية لتوضيح النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

2- نماذج النمو الحديثة (الداخلي):

- نموذج AK:

جاء نموذج AK ضمن النماذج الجديدة التي حاولت معالجة مشكلة النمو في الفكر الكلاسيكي الحديث، والمتمثلة في غياب النمو طويل المدى والذي يرجع إلى تناقص الانتاجية الحدية وخاصة انتاجية رأس المال.¹ ويمكن صياغة دالة الانتاج حسب هذا النموذج كما يلي:²

$$Y=AK.....(1)$$

حيث: A: معامل ثابت.

K: رصيد رأس المال.

ومنه فإن ثبات العائد وتراكم رأس المال يكتب على الشكل التالي في نموذج سولو:³

$$\dot{K} = SY - \delta K.....(2)$$

مع افتراض ثبات عدد السكان يكون :

$$L = \dot{n}l = 0$$

من المعادلة (1) و(2) يمكن كتابة معادلة النمو التالية:

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = SA - \delta.....(3)$$

حيث: Y حجم الانتاج.

K رأس المال الموسع والذي يتضمن رأس المال العيني- الآلات والمعدات ورأس المال البشري

أي العمالة، ويعبر S عن معدل الادخار، أما A فهي متغيرة ثابتة وموجبة تعبر عن التكنولوجيا

بالرجوع الى نموذج سولو و مراعاة فرضيات AK :

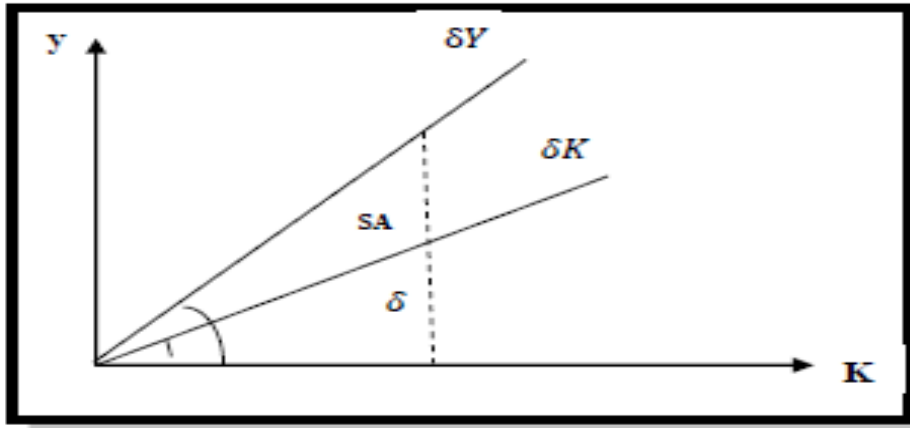
¹ AHMED ZEKAN , dépenses publique productives , croissance à long terme et politique économique essai d'analyse économétrique appliquée an cas d'Algérie, thèse de doctorat, faculté des science économique et science gestion ,spécialité science économique, université d'Alger ,2002 -2003, p54.

² Alfanso vovales, économique growth ,2ed, springer, 2014, p267.

³ مولاي بوعلاي، مرجع سابق، ص 112.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

الشكل (2-3) نموذج AK للنمو الاقتصادي



المصدر: البشير عبد الكريم، دحمان بوعلي، مرجع سابق، ص 15.

يوضح الشكل أعلاه ان الخط δK يحدد قيمة الاستثمار اللازمة لتعويض رأس المال المهلك، أما منحنى SY فيوضح ويعطي الاستثمار بدلالة رصيد رأس المال ، وبما أن Y في هذا النموذج خطي في K فهذا المنحنى يكون عبارة عن خط مستقيم وهي أحد خصائص النموذج AK

ولنفترض أن نقطة بداية الاقتصاد k_0 ، في هذا النموذج يتميز تراكم رأس المال بممدودات ثابتة، أي أن الانتاجية الحدية لكل وحدة من رأس المال تساوي التي قبلها والتي بعدها وتكون دائما تساوي A .
حيث:

$$A = \frac{Y}{K} \text{ و } \frac{\dot{K}}{K} = S \frac{Y}{K} - \delta$$

وبالتالي:

$$\frac{\dot{y}}{y} = SA - \delta = \omega y$$

ومنه نستنتج أن معدل نمو الناتج يساوي معدل نمو رأس المال و ωy لاقتصاد معين هو دالة متزايدة في معدل الاستثمار ونتيجة لذلك وبالتالي فإن أية سياسة من شأنها أن تزيد في معدل الاستثمار ستؤثر بشكل دائم على معدل النمو الاقتصادي.

- نموذج لوكاس 1988:

قام لوكاس بافتتاح جملة من البحوث سنة 1988 حيث يعتبر أول من جعل من رأس المال البشري كعنصر هام في التقدم الاقتصادي للدول باعتباره المحرك الرئيسي للنمو. ودالة الإنتاج هي دالة مماثلة لدالة الإنتاج التي قدمها رومر : $y = k^\alpha (hl)^{1-\alpha}$ حيث: $0 < \alpha < 1$ و h يمثل رأس المال البشري حيث: $h = (1-u)h$ و u يمثل الوقت المستغرق في العمل و $(1-u)$ هو الوقت المخصص لتراكم المؤهلات . كما يتوافق هذا النموذج مع ما جاء به هارود بأن التقدم التقني عنصر محايد . إن الزيادة المستمرة في الوقت المخصص للتكوين يؤدي إلى زيادة معدل نمو إنتاج لكل فرد بشكل مستمر . وفي إطار هذه النماذج نمو دخل

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

كل فرد يرتبط بغياب النمو الخارجي للنشطاء من السكان ولهذا نجد في بعض الأحيان من يطلق على هذه النماذج اسم "شبه داخلية". وباستخدام نموذج مماثل أظهر كل Barro et Sala-i-martin و Barro (1995) بأن البنية التحتية من العامة هي بالمقابل مصدر للنمو الداخلي. وبهذا فهم يعترفون بأن الحكومة توفر خدمات عامة مجانية للإنتاج الخاص من خلال سلع غير تنافسية وغير حصرية وبشكل صريح جدا البحوث الأساسية¹.

- نموذج بارو 1990:

يبين نموذج بارو سنة 1990 العلاقة بين رأس المال العام و النمو ، حيث يفترض أن الحكومات تشتري جزء من سلع إنتاج القطاع الخاص، وتستخدمها لغرض عرض خدمات عمومية مجانية إلى المنتجين الخواص. وبهذه المشتريات فإن المؤسسة لا تحفض الكميات الأخرى، بالإضافة إلى أن كل مؤسسة تستعمل مجمل السلع، ويؤكد على أن النشاطات المرتبطة بهذا النوع من الفرضيات محدود، ويفترض أن دالة الإنتاج للمؤسسة I تأخذ الشكل التالي:²

$$y = AL^{A-\alpha} \cdot K_i^\alpha \cdot G^{1-\alpha} \rightarrow 0 < \alpha < 1 \dots \dots \dots (1)$$

حيث: المرودية الحدية لرأس المال الخاص متناقصة، أما المرودية المشتركة لرأس المال والنفقات العمومية فهي ثابتة، مع افتراض ثبات L ، وبالنسبة للمؤسسات فالنفقات العمومية تعتبر بالنسبة لها عوامل إنتاج خارجية معطاة وبدون تكلفة وتمويلها يكون من خلال الاقطاعات الجبائية.

يعتمد نموذج بارو في النتائج التي توصل إليها على معادلة التوازن بالنسبة لسوق السلع والخدمات:

$$Y = C + I + G = C + K + \delta K + G \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن I : الاستثمار

C : الاستهلاك

G : الإنفاق الحكومي

وبافتراض أن الحكومة توازن ميزانيتها Ik فرض ضريبة على الناتج الكلي بمعدل ثابت t إذن:

$$T=G=Ty \text{ وبالتالي يكون الدخل المتاح بالنسبة للعائلات } (1-t)Y \text{ وبناءً على ذلك فإن دالة}$$

الاستهلاك تصبح على النحو التالي:

$$c = (1 - s)(1 - t)y \dots \dots (3)$$

بتعويض المعادلة (3) في المعادلة (2) تصبح لدينا:

$$c = (1 - s)(1 - t)y + k + \delta k + G \dots \dots (4)$$

¹ فطيمة بزغية، تحليل دور الابتكار في النمو الاقتصادي بين نماذج النيوكلاسيكية ونماذج النمو الداخلية، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 2، العدد 12، 2017، ص 364.

² ضيف أحمد، مرجع سابق، ص 59-60.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

وبما أن $T=G=tY$ فإن المعادلة (4) تصبح على الشكل التالي:

$$Y = (1-s)(1-t)Y + \dot{K} + \delta K + tY \Rightarrow Y - (1-s)(1-t)Y - tY = \dot{K} + \delta K \Rightarrow Y = \frac{\dot{K} + \delta K}{s(1-t)} \dots \dots \dots (5)$$

بتعويض ty مكان G في المعادلة 1 نتحصل على المعادلة التالية:

$$Y = AL^{1-\alpha} \cdot K^\alpha (tY)^{1-\alpha} = AK^\alpha \cdot L^{1-\alpha} \cdot t^{1-\alpha} Y^{1-\alpha} \Rightarrow Y^\alpha AL^{1-\alpha} \cdot K^\alpha \cdot t^{1-\alpha} \Rightarrow y = A^{\frac{1}{\alpha}} K^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \cdot L^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \cdot t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \dots \dots \dots (6)$$

وبمساواة المعادلة (5) و (6) نجد أن:

$$\frac{\dot{K} + \delta K}{s(1-t)} = A^{\frac{1}{\alpha}} K^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \cdot L^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \cdot t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \Rightarrow \frac{\dot{K} + \delta K}{Ks(1-t)} = A^{\frac{1}{\alpha}} \cdot L^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \cdot t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \Rightarrow \frac{\dot{K}}{K} = S(1-t)A^{\frac{1}{\alpha}} \cdot L^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \cdot t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} - \delta \dots \dots \dots (7)$$

بما أن الدولة تقوم بتحديد معدل الضريبة الذي يسمح لها بتحديد حجم الإنفاق الحكومي ومعدل النمو للاقتصاد، أي معدل الضريبة الذي يعظم النمو وذلك وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\partial(\dot{K}/K)}{\partial t} = \left[-t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} \frac{1+\alpha}{\alpha} (1-t)t^{\frac{1-\alpha}{\alpha}-1} \right] sAL^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} = 0 \leftrightarrow t = \frac{1-\alpha}{\alpha} (1-t) \Rightarrow t = 1-\alpha$$

تدل هذه النتيجة على أن الدولة تستطيع أن تقوم بتثبيت جزء ثابت من النفقات المخصصة للمنشآت القاعدية والتي يعبر عنها بالعلاقة:

$$\left(\frac{\dot{G}}{Y} \right) = t = 1-\alpha$$

ومن خلال البراهين المتعلقة بحساب معدلات النمو، و التي تقتضي فرض معدلات معينة من الضرائب، وكذا ترشيد النفقات المتعلقة بالمنشآت القاعدية، تبعا لذلك يقتضي تدخل حتمي للسلطات العمومية، من أجل تحقيق معدلات نمو مثلى عن طريق سياسة اقتصادية ناجحة. حيث يبين بارو في هذا الصدد أهمية تدخل الدولة بافتراض أنه عليها من البداية تثبيت حجم النفقات العمومية المساوية $G/Y = 1-\alpha$ وتقوم بالتالي باقتطاع ضريبة جزافية على جميع المداخل والمساوية لـ G من أجل تمويل جميع نفقاتها.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- نموذج أجيو وهويت 1992:

ترتبط نماذج النمو لأجيو وهويت بفكرة شومبيتر الذي أسماها التدمير الخلاق، بحيث يحدث النمو في نظرهم إلى التحسينات النوعية في السلع الناتجة عن الناشطين الباحثين، والذي بدوره عن المنافسة بين شركات البحوث التي تولد الابتكارات، حيث يتكون كل ابتكار من سلعة وسيطة جديدة يمكن استخدامها لإنتاج المنتج النهائي بشكل أكثر كفاءة من ذي قبل، اذ يتم تحفيز شركات الأبحاث من خلال احتمال وجود ميزة احتكارية، يمكن الحصول عليها عندما يتم تسجيل براءة اختراع لكن تلك الايجارات بدورها ستدمر من خلال الابتكار القادم، والذي سيعطل السلعة المتوسطة الحالية، وهكذا في كل مرة.¹

يفترض نموذج أجيو وهويت أنه لا يوجد تراكم لرأس المال والعمالة الثابتة، يوجد سلعة نهائية واحدة تنتج بواسطة عمل يخصص للإنتاج النهائي (X) ويمكن صياغة نموذج النمو حسب كما يلي:²

$$Y = AF(X); \dot{F} > 0; \ddot{F} < 0 \dots \dots (1)$$

حيث:

Y : مجموع إنتاج سلع الاستهلاك.

X : مجموع السلع الوسيطة.

A : مؤشر يوضح انتاجية السلعة الوسيطة، تنتج السلعة الوسيطة مع عمل كفاء.

فتكتب دالة الانتاج كما يلي:

$$X=L \dots \dots \dots (2)$$

حيث:

L : مجموع العمل الكفاء.

وبالتالي يتمثل كل ابتكار في ادخال سلعة وسيطة جديدة تزيد أو تحسن من انتاجية العامل Y بحيث

أن:

$$A_t = A_0 Y^t \dots \dots \dots (3)$$

حيث:

A_0 : تمثل القيمة الأولية.

سلعة الانتاج) التي تعتبر هنا واحدة فقط، لكن ليس هناك ما يمنع أن توصف في قطاعات مشتركة) تنتج

من خلال احتكار يجابه منحني الطلب، يحدد في المحتكر الثمن (P_t) كما يلي:

¹ مناد أحمد، مختاري فيصل، اقتصاد المعرفة والنمو الاقتصادي في الدول الناشئة، دراسة قياسية خلال الفترة 1996-2016، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 06، العدد 02، ص 350.

² مولاي بوعلام، مرجع سابق 2016، ص 125-126.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

$$P_t = A_t \dot{F}(X_t) \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

(X_t) عبارة عن الكمية المنتجة من السلعة الوسيطة داخل الحيز الزمني (و أيضا استخدام العمل الفعال أو الكفاء في عملية الانتاج).
إذن يعظم المحتكر أرباحه وفقا لما يلي:

$$[A_t \dot{F}(X_t) - w_t] x_t \dots \dots \dots (5)$$

حيث:

(w) معدل الراتب، ومع مراعاة أن $\frac{w_t}{A_t}$ ، فإن شرط تعظيم الربح هو التالي:

$$Q_t = \dot{F}(X_t) + X_t \ddot{F}(X_t) \dots \dots \dots (6)$$

ويمكننا تحديد حجم السلعة الوسيطة المطابقة للابتكار رقم (t) التي ستدخل في انتاج السلعة النهائية:

$$X_t = x(Q_t) \dots \dots \dots (7)$$

بالتالي أرباح المحتكر يمكن أت تكتب هكذا:

$$\pi(Q_t) = A_t \pi(Q_t) \dots \dots \dots (8)$$

$$\pi(Q_t) = [\dot{F}(X(Q) - Q)X_0(Q)] \dots \dots (9)$$

وهي تتجه لتناقص بشدة في (Q)

3- نقد نماذج نظرية النمو الداخلي (الحديثة):

واجهت نظرية النمو الداخلي العديد من الانتقادات منها:¹

- أنها مازالت تعتمد على عدد من الفروض النيوكلاسيكية التقليدية التي غالبا لا تتناسب مع اقتصاديات العالم الثالث.
- إن أهم ما يعوق النمو الاقتصادي بشكل متكرر في الدول النامية هو عدم الكفاءة الناتجة عن ضعف البنية الأساسية، وعدم ملاءمة الهياكل المؤسسية وعدم كمال أسواق السلع ورأس المال، إلا أن هذه النظرية أغفلت هذه العوامل المؤثرة لذا فصلاحية دراستها للتنمية الاقتصادية تكون محدودة خاصة عند المقارنة بين دولة ودولة أخرى.
- أهملت نماذج النمو الداخلي النمو في الأجلين القصير والمتوسط، وتركيزها على المحددات طويلة الأجل لمعدلات النمو الاقتصادي.

¹ ميشيل ب تودارو، مرجع سابق، ص 157.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- ان انخفاض معدلات الادخار وتراكم رأس المال وعدم الكفاءة في تخصيص الموارد تكون مسؤولة عن تباطؤ نمو الدخل القومي الإجمالي، ومن ناحية أخرى نلاحظ أنها أهملت الأثر على النمو في الأجلين القصير والمتوسط وتركيزها على المحددات طويلة الأجل لمعدلات النمو الاقتصادي.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

المبحث الثالث: إسهامات الصكوك الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي

استطاعت منتجات التمويل الإسلامي وعلى رأسها الصكوك الإسلامية، اثبات جدارتها وأهميتها بالنسبة للمتعاملين بها وكذا بالنسبة للاقتصاد، من خلال كفاءتها الاقتصادية كبديل شرعي لتعبئة المدخرات وتخفيف الاستثمار، وستتطرق في هذا المبحث إلى الدور الإنمائي للصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: جدلية العلاقة بين التمويل والنمو الاقتصادي

أولاً: اتجاهات العلاقة بين التمويل والنمو الاقتصادي:

هناك جدل واختلاف بين الباحثين والاقتصاديين حول علاقة التمويل بالنمو الاقتصادي حيث انقسموا إلى ثلاثة فرق بين مؤيد ومعارض ويمكن تلخيص هذه الاتجاهات كما يلي:¹

1- فرضية العرض القائد (Supply-leading Hypothesis):

تفترض هذه النظرية وجود علاقة سببية بين التمويل إلى النمو الاقتصادي وهو ما يعني خلق وتطوير المؤسسات المالية والأسواق لزيادة المعروض من الخدمات المالية وبالتالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي الحقيقي. وتؤكد هذه الفرضية على أن التطور المالي هو شرط ضروري ومسبق للنمو الاقتصادي، من خلال أن المخصصات المالية يمكنها أن تعزز الكفاءة الاقتصادية وتوجد وتوسع السيولة وتحشد الادخارات وتعزز تراكم رأس المال، وتحول الموارد من القطاعات التقليدية إلى قطاعات تشجع على النمو أكثر. وقد تبني هذه الفرضية العديد من الاقتصاديين البارزين أمثال:

ماكينون ((Mckinnon)) وشاو (shaw) و(diaz alejandro) و (moor)، وهي كس الذين اعتقدوا أن التاريخ أظهر أن الثورة الصناعية في إنجلترا في القرن 18 لم تنشأ نتيجة الاختراعات التكنولوجية الجديدة فقط، بل أن الأنظمة المالية كانت الأساس في نشوئها.

2- فرضية الطلب التابع (Demand-Pending Hypothesis)

تفترض هذه النظرية وجود علاقة سببية من النمو الاقتصادي إلى التمويل والقطاع المالي، فمع النمو الاقتصادي الحقيقي سيزيد الطلب على التمويل وهذا سيرفع التوسع في القطاع المالي وهذا ما يراه (Gold Smith1969)، (Jung1986).

تقوم هذه النظرية على أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطور المالي، بالتالي في نظرهم التطور المالي ما هو إلا استجابة للنمو الاقتصادي، وذلك من خلال أن أي توسع أو نمو للقطاع الحقيقي نتيجة للتكنولوجيا، أو تقدم كفاءة العمل، سوف يولد زيادة وطلب جديد على الخدمات المالية، وهذا بدوره يزيد من عمل المخصصات المالية، ويؤدي إلى إنشاء مخصصات مالية جديدة، حيث أن نمو الاستثمارات في القطاعات

¹ مريم حاج عبد القادر، وفاء القرصو، أثر التمويل المصرفي الإسلامي على النمو الاقتصادي-دراسة قياسية للتجربة الإندونيسية-، مجلة دراسات وأبحاث، المجلد12، العدد04، 2020، ص1011-1012.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

الاقتصادية المختلفة وتوسعها، يقضي إلى زيادة طلب المستثمرين على الخدمات المالية المقدمة من القطاع المالي، والذي يؤدي في النهاية إلى نمو وتوسع القطاع المالي، وهناك العديد من الاقتصاديين الذين أيدوا هذا الاتجاه أمثال: (Gurley and Shaw) 1967، (Goldsmith) 1969، (Jung) 1986.

3- فرضية السببية ثنائية الاتجاه:

أي أن هناك علاقة سببية تبادلية بين القطاع المالي (التمويل) والنمو وهذا ما يراه (PARTRICK).
فرضية عدم وجود علاقة:

4- فرضية عدم وجود علاقة:

هناك دراسات توصلت لعدم وجود أي علاقة بين القطاع المالي والنمو وهذا ما يراه (Griess et al) 2009.

ثانياً: علاقة التمويل بالنمو الاقتصادي:

1- نماذج لدراسات حول علاقة التمويل بالنمو الاقتصادي:

هناك العديد من الدراسات التي حاولت دراسة العلاقة بين التمويل والنمو ومن بين هذه الدراسات نذكر النماذج التالية:

- الاقتصادي باجيو **Bagehot** 1873 كان أول من أشار إلى هذه العلاقة، حيث أكد على أنّ ارتفاع النمو الاقتصادي البريطاني راجع إلى تفوق سوقها المالي، الذي يتميز بسهولة جمع الادخار لتمويل الاستثمار على المدى الطويل 1.

- الاقتصادي شومبيتر **Schumpeter** 1911: أكد هذا الاقتصادي على وجود علاقة سببية بين تحسن الأداء الاقتصادي وتوفير الوساطة المالية، حيث أكد على أهمية القدرة الائتمانية الإبداعية في التأثير على الاقتصاد، فالمنظم المبدع هو الذي يجسد عملية التنمية، ولا يمكن الإبداع بدون تمويل يضمن له تبني التقنية في استثماره الجديد، ويرى أنه " لن يكون منظماً قبل أن يكون مديناً بعض الوقت " حيث أن التمويل والتنمية تربطهما علاقة عضوية إذ " أن عملية التمويل ومنح الائتمان تسهم في توظيف الاقتصاد لخدمة أغراض المنظم وفقاً لحاجته، أو بعبارة أخرى منحه القدرات الإبداعية للإنتاج " ، كما يرى أن الخدمات التي يقدمها الوسطاء الماليون من حشد للمدخرات المالية وإدارة للمخاطر وتقييم للمشروعات ومتابعة وإشراف للاستثمارات وتسهيل للمعاملات جميعها ضرورية لأي تقدم ونمو في المخترعات والآليات والأساليب التقنية اللازمة للتنمية والنمو.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- في دراسة للاقتصاديين (Mackinon 1973)، (Shaw 1973) توصلنا إلى أن التطورات المالية لها أهمية كبيرة في تحفيز النمو الاقتصادي، فقد أكد أن السياسات التحريرية لأنشطة القطاع المالي تؤدي إلى تحسين نوعية الاستثمارات المالية وكميتها في القطاعات الاقتصادية.¹
- دراسة لباتريك سنة 1966 توصل فيها إلى وجود علاقة طردية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وتتغير هذه العلاقة مع تغير الزمن بحسب مرحلة التطور الاقتصادي للبلد، فالنمو يساهم في تشجيع القطاع المالي، وبالتالي فإن أي ضعف في القطاع المالي يعتبر انعكاس لانخفاض الطلب على الخدمات المالية ولكن عند تطور الجانب الحقيقي من الاقتصاد، فإن الطلب على الخدمات المالية سوف يزداد ويتم توفيره من قبل المؤسسات الوسيطة وهذا ما يعني أن النمو هو الذي يحفز القطاع المالي.²
- وفي دراسة (Turunc 1999)، توصل فيها إلى أن فئة الدول التي حققت ادخارات واستثمارات بمعدلات مرتفعة هي الدول التي يكون فيها القطاع المالي أكثر تطورا ونموا، ذلك انطلاقا من دراسة متكونة من ستة دول ناشئة لمنطقة البحر الأبيض المتوسط خلال الفترة 1990-1995، استنتج من خلالها أن ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي لكل من تونس، الأردن، تركيا، فلسطين يعود بالأساس إلى تطور قطاعها المالية.³
- في دراسة لكل من (King and levin) سنة 1993، قاما فيها باختبار فرضية الارتباط بين التطور المالي والنمو الاقتصادي شملت الدراسة 80 دولة في الفترة الممتدة ما بين 1960-1989، توصلنا إلى أنه بمجرد بداية حدوث تطور مالي تكون هناك توقعات إيجابية ومؤكدة في المستقبل حول تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة.⁴
- وفي دراسة أخرى لبعض الاقتصاديين أكدت دور السوق المالية في الاقتصاد حيث أوضحت أن تطور السوق المالية يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار ومن ثم ينعكس ذلك على النمو الاقتصادي، وتم اختبار الفرضية عن طريق فحص الترابط السببي بين المتغيرات وفي أربع دول نامية استخدموا اختبار VARS، وكانت نتائج البحث تظهر أن تنمية السوق المالية تؤثر في النمو الاقتصادي من خلال تأثيره على إنتاجية الاستثمار في المدى البعيد.
- في حين أظهر (Leigls 1998) بأن السوق المالية الفعالة وبشكل جيد قد تؤدي وظائف التوزيع من خلال تسعير الأسهم بشكل جيد، وأن عملية التسعير الجيدة ستكافئ المديرين بشكل جيد،

¹ نور الهدى دحاني، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 37، 2015، ص 359.

² بولعرج سهيلة، صفيح صادق، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1993-2017، المجلد 10، العدد 01، 2012، ص 71.

³ المرجع نفسه، ص 72.

⁴ المرجع نفسه، ص 72.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

وكذلك الشركات الراجحة ستقيم أسهمها بشكل مرتفع من تلك الشركات المملوكة وكذلك الناشئة كل ذلك يخفض من كلفة رأس المال وتضمن التوزيع الأمثل لموارد الاستثمار الجديد، وكلها قنوات تصب في تفعيل النمو، وإن هذا التحسن يساهم خصوصا في دعم نمو اقتصاد البلدان الأقل تقدما.¹

2-2 نماذج لعلاقة التمويل الاسلامي والنمو الاقتصادي:

لا تزال الدراسات الخاصة لدراسة التمويل الاسلامي في مراحلها المبكرة، وتعتبر البحوث التي أجريت في هذا المجال غير كافية بعد لبيان أثر هذا المتغير على الاقتصاد، ومن أهم الدراسات المتعلقة بعلاقة التمويل الاسلامي والنمو الاقتصادي نجد:

- دراسة (Furqani and Mulyany) سنة 2009 :

التي بحثت التفاعلات الديناميكية بين الخدمات المصرفية الاسلامية والنمو الاقتصادي في دولة ماليزيا من خلال استخدام التكامل المشترك ونموذج خطأ المتجهات (VEECM) لمعرفة ما إذا كان النظام المالي يؤثر على النمو وما إذا كان النمو يحفز عمل النظام المالي على المدى الطويل، وتوصلت الدراسة إلى أنه على المدى القصير فقط الاستثمار الثابت الذي تسبب في تطور البنوك الاسلامية إما على المدى الطويل، فإن هناك دليلا على وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين نمو البنوك الاسلامية والاستثمار الثابت، في حين تقدم العلاقة بين نمو GDP ونمو البنوك الاسلامية دليلا يدعم فرضية (متابعة الطلب) حيث يؤدي النمو الاقتصادي إلى تطوير الخدمات المالية الإسلامية.

- دراسة (zarouk et all) 2017 :

والتي هدفت إلى دراسة العلاقة السببية بين التطور المالي بشكل عام، والتمويل الإسلامي على وجه الخصوص والنمو الاقتصادي الحقيقي في دولة الإمارات العربية المتحدة والتنبؤ بالنمو في سيناريوهات مختلفة ، وتوصلت الدراسة إلى أن اتجاه السببية يمتد من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي بينما تغيب السببية العكسية (أي النمو لا يدعم التطور المالي) ، ومع ذلك يدعم نمو الناتج المحلي الحقيقي نمو التمويل الإسلامي دون أي تأثير عكسي، علاوة على ذلك تسير نتائج التنبؤ إلى أن العلاقة السابقة يمكن أن تكون مؤشرا للمستقبل حيث يؤدي التطور المالي إلى تقدم أفضل في النشاط الاقتصادي الحقيقي وبالتالي من المرجح أن يستمر هذا التحفيز في تطوير التمويل الإسلامي.

- دراسة (caporal et helmi) سنة 2018:

والتي هدفت لدراسة آثار العمل المصرفي الإسلامي على الروابط السببية بين الائتمان والناتج المحلي الإجمالي GDP من خلال مقارنة مجموعتين من سبع دول ناشئة ، الأولى بدون بنوك إسلامية والثانية بنظام مصرفي مزدوج يشمل البنوك الإسلامية والتقليدية، تشير النتائج إلى وجود اختلافات وجود

¹حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، ط01، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص161.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

اختلافات كبيرة بين المجموعتين التي تعكس السمات المميزة للبنوك الإسلامية، ويقدم تحليل السلاسل الزمنية دليلاً على وجود علاقة سببية تمتد من الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي في البلدان التي فيها بنوك إسلامية، ووجود علاقة سببية قصيرة المدى في البلدان التي بها بنوك إسلامية أما دراسة (azmi omar et abduh) سنة 2012 فقد توصلت إلى وجود علاقة ثنائية بين النمو والتمويل الإسلامي.

المطلب الثاني: قنوات تأثير الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي.

تساهم وتساعد الصكوك الإسلامية في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تأثيرها على العديد من القنوات نوجزها على النحو التالي:

أولاً: قنوات التأثير الداخلية (التوازن الداخلي):

1- جذب وتعبئة المدخرات :

أثبتت الدراسات أن الصكوك تتميز بقدرتها وكفاءتها في تعبئة وتجميع المدخرات المالية، باعتبارها تلي متطلبات ورغبات مختلف الفئات خاصة في المجتمعات العربية والإسلامية كونها تشكل فرصة لجذب المدخرين الراغبين في توظيف مدخراتهم بصيغ شرعية وحلال، كما أنها تنوعها من حيث آجال الإصدار (قصيرة، متوسطة وطويلة) يلائم مختلف الفئات من المدخرين، وكذا من حيث طريقة تحصيل العوائد ، إضافة إلى تميزها بقابلية تداول أغلب صيغها في السوق الثانوية الأمر الذي يسهل توفيرها السيولة بسهولة، فضلاً عن كونها لا تتعرض إلى مخاطر التضخم، بل تتأثر إيجابياً بالتضخم، لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الممثلة لتلك الأصول.¹ ويمكن للصكوك الإسلامية جذب وتعبئة المدخرات إذا كانت:

الزيادة في الموارد التمويلية الإسلامية عن طريق مبيعات الأوراق المالية لا بد أن تكون قد تحققت على حساب النقص في ودائع البنوك الإسلامية أو الحد من نموها، وهذا جائز بالنسبة للبنوك الإسلامية التي أصدرت الأوراق المالية أو غيرها بسبب أن الورقة المالية الإسلامية كانت في العديد من الحالات بديل قريب جداً من الوديعة الاستثمارية الآجلة لدى البنك المركزي، وقد لا تكون هذه الأدوات وسيلة لتعبئة موارد مالية جديدة، وإنما قد تكون وسيلة للتعبئة الفعالة لهذه الموارد كما هو الحال في إحدى الإصدارات لحفظة البنك الإسلامي للتنمية، والتي عملت على تعبئة الموارد المالية المعطلة لدى البنوك الإسلامية القابلة للاستثمار على المستوى الكلي.²

¹ محمود سحنون، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في التقليل من أزمات الديون السيادية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول الأسواق المالية والعملية المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي أمين العقال الحاج موسى أقي أحموك بتانمغست، يومي 09 و10 أبريل 2013، ص5.

² محمد بوحوم، الصكوك الإسلامية مدخل استراتيجي لتمويل التنمية الاقتصادية ، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد17، جوان 2019، ص96.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

2- مساهمة الصكوك في دعم وتوجيه الاستثمار الحقيقي:

لا شك في أن الاستثمار يعتبر أحد أهم دعائم النمو الاقتصادي في البلدان المتقدمة والمتخلفة والنامية على حد سواء، نظراً لما يحققه من زيادة للطاقة الإنتاجية البلد ، وكون أن زيادة حجمه يزيد معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة القيمة المضافة والإنتاجية وتشغيل القوى العاملة.

تأتي الصكوك الإسلامية كدعامة من دعائم الاستثمار خاصة كونها مرتبطة بإقامة استثمارات حقيقية، وهذه الاستثمارات تعد بديلاً ناجحاً يثبت أن الاستثمار الناتج عنها أفضل من ذلك الناتج عن الاستثمارات غير حقيقية والمرتبطة بالفائدة ، حيث يزيد المرابي غنى والمقترض إيداءً وفقراً.¹

و تأتي الصكوك الإسلامية كدعامة فعالة في توجيه الاستثمار نحو إقامة مشاريع استثمارية حقيقية، إذ أن التحدي والهدف الأساسي للصكوك لا يمكن فقط في قدرتها تعبئة المدخرات والموارد المالية، وإنما في طريقة استخدامها، بحيث تقرب بين تلك الموارد وبين الهدف التنموي الذي تسعى إلى بلوغه .

وقد سمح تنوع صيغ إصدار الصكوك يجعلها تلائم مختلف الفئات والمستثمرين والقطاعات الاقتصادية ، وعلى سبيل المثال لا الحصر نجد أن صكوك المراجعة تلائم القطاع التجاري، وصكوك السلم تلائم لتمويل قطاع الزراعة والصناعات الاستخراجية والحرفيين ، في حين تلائم صكوك الاستصناع في تمويل قطاع الصناعة والإنشاءات ، أما صكوك المشاركة فتعتبر صيغة ملائمة لكافة أنواع الاستثمارات على اختلاف آجالها ، كما تصلح لجميع أنواع الأنشطة ، التجارية الاقتصادية ، الزراعية ، الصناعية والخدمية وذلك لما تتميز به من مرونة أحكامها وإمكانية انعقادها في أي مجال، وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك المضاربة إلا أنها تمتاز عن المشاركة في فصلها إدارة المشروع عن ملكيته.²

3- مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية ، احتياجات القطاع العام و الخاص:

يشتمل مصطلح البنية التحتية على المرافق المتمثلة في (النقل، المستشفيات، المدارس، الطرقات... الخ)

وهي عناصر أساسية لنجاح الاقتصاد الحديث، وتؤثر البنية التحتية على الناتج الإجمالي بطريقتين هما:

- الطريقة المباشرة: النظر في مساهمة القطاع في تكوين الناتج المحلي الإجمالي ومساهمة إضافية في عملية

إنتاج أخرى.

¹ أحمد بن خليفة، حفوطة الأمير عبد القادر، مساهمة الصكوك الإسلامية في تحسين دولة التنمية بالجزائر- تجربة السودان نموذجاً-، اقتصاديات الأعمال التجارية ، العدد03، أوت2017، ص160.

² سارة بوسعيد وآخرون، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد01، عدد خاص أبريل2018، ص98.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- الطريقة الغير مباشرة: من خلال رفع الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج بالحد من المعاملات والتكاليف الأخرى مما يتيح زيادة كفاءة استخدام المدخلات الإنتاجية التقليدية الذي يمكن اعتباره عاملا مكملا للبنية التحتية الاقتصادية.¹

يعتبر تمويل مشاريع البنى التحتية والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة من أهم أوجه استغلال الموارد التي تعبها الصكوك ، وهي بهذا تحقق مزايا وفوائد لكل من المستثمر المصدر والاقتصاد ككل. حيث أن الصكوك تلي احتياجات على النحو التالي:

✓ تلبية احتياجات القطاع العام:

تساهم الصكوك الإسلامية في دفع النمو الاقتصادي ، وذلك من خلال سعيها لتمويل المشاريع البنية التحتية الحيوية كبديل عن سندات الخزينة والدين العام إذ يمكن للحكومات مثلا إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع استثمارية ذات نفع عام ترغب الحكومة في بنائها لغرض المصلحة العامة التي تراها، لا بغرض الربح مثل تمويل بناء الطرق والمطارات والجسور و باقي مشاريع البنية التحتية، حيث تمثل الحكومة هنا الجهة المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة مالكي هذه الأعيان المؤجرة للدولة ثم تقوم الحكومة كونها المستأجر بإتاحة هذه المشاريع للمواطنين لاستخدامها والانتفاع بها، كما يمكن أيضا استعمال صكوك إجارة المنافع في تمويل والتنمية العقارية ببرامج الإسكان.²

✓ تلبية احتياجات القطاع الخاص:

القطاع الخاص فاحتياجاته التمويلية تختلف باختلاف طبيعة نشاط المؤسسة وكذلك باختلاف الغاية من التمويل المطلوب والتي يمكن إجمالها فيما يلي:³

- تمويل السيولة التشغيلية اللازمة وتمويل رأس المال العامل.
- تمويل شراء المواد الأولية اللازمة لعملية الانتاج والتشغيل والبضائع اللازمة.
- تمويل شراء الأصول الثابتة مثل تمويل شراء الآلات والمعدات والسيارات وكذلك تكلفة المباني والإنشاءات اللازمة.

وكل احتياج من هذه الاحتياجات التمويلية يقابله الصيغ التمويلية والنوع المناسب من الصكوك أو حتى في بعض الحالات مجموعة وتوليفة من الصيغ المركبة والتي تتكون من أكثر من صيغ تمويلية في نفس الوقت.

¹ فاطمة الزهرة بن زيدان، محمد راتول، دور الاستثمار في البنية التحتية في تحقيق النمو المستدام-دراسة التجربة الصينية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية -دراسات اقتصادية-، المجلد30، العدد01، ص182.

² دين مختارية، مميزات الصكوك الإسلامية ودورها في عملية التمويل، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، العدد01، 2019، ص44.

³ أدهم ابراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014، ص128

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

4- مساهمة الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة:

تواجه الدول النامية والمتقدمة على حد سواء واحدة من أكبر المشاكل الاقتصادية والتي تتبلور في إشكالية العجز في الموازنة العامة ونظرا للأثر والانعكاس السلبي لعجز الموازنة على معدلات النمو الاقتصادي ، تسعى الدول جاهدة لتوفير الموارد وتمويل عجزها خصوصا في ظل الأزمات المالية وتقلبات الظروف الاقتصادية في الأسواق العالمية. إذ قد تؤدي هذه الأخيرة في الكثير من الأحيان إلى شح كبير في توفر الموارد المالية لدى بعض الحكومات، فتراجع القدرة الذاتية على الاستيراد، و الإنتاج و تراجع معدلات الاستثمار و إبطال جزء هام من التدفق الصافي للموارد إلى البلدان المتخلفة إضافة إلى عوامل أخرى كبيرة و متنوعة لها علاقة وثيقة بالظاهرة، كلها ساهمت بطريقة مباشرة و غير مباشرة في تراجع معدلات نمو.

ومن هنا سلّطت الأنظار على الصكوك الإسلامية كونها إحدى الفرص الهامة التي تتيح للحكومات الاستفادة منها في توفير ما تحتاج إلى تلبية من موارد لغرض تمويل العجز، وهو ما قامت به بعض الدول مثل الأردن التي أصدرت صكوك بقيمة 5.1 مليار دولار لتمويل عجزها المقدر ب 7.1 مليار دولار، حيث أن بيع هذه الصكوك أتاح لها تحصيل أموال من المؤسسات المالية الإسلامية وكذلك جذب المزيد من المستثمرين من مختلف الدول العربية والإسلامية للاستثمار في مشروعات الدولة بوسائل تتوافق مع الشريعة.

كما تتيح الصكوك الإسلامية إمكانية مشاركة مختلف الأفراد في سد متطلبات تمويل الاقتصاد الوطني ، بصورة يشعرون فيها بالانتماء المتكامل في تنمية بلدهم، وذلك من خلال تلبية الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، كونها تحتاج إلى رؤوس الأموال كبيرة لتنفيذ البرامج الاقتصادية والغير الاقتصادية المخطط لها.¹

فعلى سبيل المثال يمكن إصدار صكوك المشاركة من طرف الحكومة من شأنه لسد العجز ما سبق ذكره في موازنتها وكذا استثمار حصيلتها في المشاريع المدرة للدخل كمحطات توليد الطاقة، الموانئ... إلخ،

أو تصدر الحكومة صكوك وفق صيغة المضاربة بهدف تمويل العجز في الموازنة من خلال استغلالها في المشروعات المدرة للربح، بحيث يتم تمويلها دون مشاركة (المستثمرون الصكوك) في اتخاذ القرار الاستثماري والإداري للمشروع المصدرة لأجله، بل تبقى الإدارة بيد السلطة الحكومية، كما يمكن للحكومات كذلك أن تواجه العجز في موازنتها بإصدار صكوك الإجارة، و صكوك القرض الحسن.²

5- مساهمة الصكوك الإسلامية في البطالة والأموال المعطلة:

تساهم الصكوك الإسلامية في زيادة مستوى التشغيل، تخفيض مستويات البطالة وكذا تشغيل الأموال المعطلة، كونها تسعى لتحقيق رغبات كل من المدخرين والمستثمرين ، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

¹ أحمد بن خليفة، حفوطة الأمير عبد القادر، مساهمة الصكوك الإسلامية في تحسين عجلة التنمية بالجزائر - تجربة السودان نموذجاً-، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 03، أوت 2017، ص 160.

² رفيق شرياق، معطى الله خير الدين، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 03 و 04 ديسمبر 2012، ص 255.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- **صكوك المضاربة:** تمنح هذه الصيغة الفرصة والتحفيز للعاطلين عن العمل. بسبب عدم امتلاكهم رأس المال ، كما تمثل هذه الصيغة تشجيعاً لأصحاب رأس المال لبعضهم البعض في العمل الاستثماري، أو أولئك الذين يملكون رأس المال لكن لا تكفي لتغطية نفقات استثماراتهم، وهو ما يؤدي إلى تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية ونجاحها .
- **صكوك المراجعة والسلم:** تساهم هذه الصيغ في تمويل السلع الرأسمالية لصغار المنتجين والصناعيين والحرفيين الزراعيين الجدد الذين تنقصهم الخبرات والملاءة المالية.
- **صكوك الإجازة المنتهية بالتمليك:** تعمل هذه الصيغة على تشجيع وتسمح للمستأجرين العمل بجد أكبر ليرتقي المستأجر إلى المالك الأصلي.
- **صكوك القروض الحسنة:** تتيح هذه الصكوك إمكانية رفع حجم العمالة واستمرارية العملية الإنمائية من خلال إقراض المستثمرين وتأمين السيولة المالية اللازمة لهم. فالاستثمارات المالية الإسلامية قائمة على مبدأ تساهم غيرك بالمال والعمل ليكون القضاء على البطالة أمراً مكتملاً فتكون نتيجة القضاء على أغلب معوقات العمل والمساهمة في تشغيل الأموال في الاستثمارات المتاحة.¹

6- مساهمة الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة للسياسة النقدية:

يعتبر النمو الاقتصادي إحدى أهداف السياسة النقدية التي تسعى الحكومة إلى تحقيقها. وتحتاج الدولة إلى وسائل لتحقيق هذا الهدف وتأتي الصكوك كأداة للتحكم في السياسة النقدية، حيث يمكن للسلطات النقدية استخدامها في تنظيم النقود في السوق النقدية من خلال (شراؤها ، بيعها ، إصدارها)، فتقوم الدولة ببيعها في حال ما أرادت تخفيض المعروض النقدي مما يجعلها وسيلة فعالة لعلاج التضخم، كما يمكن تصميم الأدوات المالية مختلفة الأجل، تقوم وفق أسس الصكوك يمكن تسميتها الصكوك المركزية تتميز بالخصائص التالية:

- تصدر من طرف البنك المركزي للدولة.
- تباع للجمهور و البنوك.
- حصيلتها توضع كودائع استثمارية في البنوك الإسلامية (على أساس المضاربة).
- تصبح صكوك الإقراض المركزية تمثل حصصاً في ملكية موجودات وبذلك تصبح قابلة للتداول من أجل ضمان حقوق حملة الصكوك.

هناك بعض الأنواع من الصكوك يتمتع بالاستقرار إلى درجة قد تصل حد الثبات، مثل صكوك الإجازة في صافي العوائد بالنظر إلى معلومية الأجرة المحددة مسبقاً، إذ أن صكوك الإجازة الحكومية تتمتع بدرجة عالية من الضمان و الثقة من حيث الالتزام بدفع الأجرة في آجالها والالتزام بالوفاء وبالوعد بإعادة شراء الأصل

¹ المرجع نفسه ، ص255.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

المؤجر في نهاية الإجارة ، وبذلك تكون هذه صكوك بديلاً قوياً لسندات الخزينة وشهادات الإيداع، في السياسة النقدية للبنك المركزي ، من خلال عمليات السوق المفتوحة.

إذ يستطيع البنك المركزي أن يشتري صكوك الإجارة الحكومية من السوق، عندما يرغب في زيادة العرض النقدي، ويبيعها عندما يرغب في تقليص كمية النقود، وتدخل البنك المركزي في سوق الصكوك بائعاً أو مشترياً، يؤثر على أسعار صكوك الإجارة على اعتبار استقرار العائد للصك. وإذا دخل البنك المركزي كمشتري أو بائع فإن هذا التأثير ينتقل إلى عناصر أخرى في السوق المالية بسبب التغيير في الربحية المتوقعة للاستثمار، مما يدعم التأثير المرغوب فيه لدخوله السوق وهو ما يكون في اتجاهين معاً، أي مقدار النقود وأسعار الفائدة في الأسواق التقليدية، مقدار النقود والعوائد المتوقعة في الأسواق المالية الإسلامية.¹

إن تنشيط سوق الصكوك الإسلامية الحكومية، سيسمح ذلك للبنك المركزي باستخدامها في تنفيذ السياسة النقدية إذ يمكن تصور ذلك من خلال وضع المتطلبات القانونية لتلك النسبة من الصكوك التي تمثل لها البنوك و المؤسسات غير المصرفية في الاحتفاظ بها. ففي أوقات الانكماش والركود، وكانت الحكومة ستطبق سياسة نقدية توسعية، فيمكن خفض هذه النسبة بحيث يتوفر المزيد من الأموال للاستثمار الخاص، وإذا كنا بصدد سياسة نقدية انكماشية، يقوم البنك المركزي بزيادة هذه النسبة من أجل تجميد أموال الاستثمار الخاصة بالمؤسسات المالية بصورة فعالة. وبذلك ستخفض حصة السندات للتمويل بالفائدة من خلال استخدام الصكوك الإسلامية في توفير تمويل النشاط الاقتصادي العام، وقد حدث تطورات نوعية مهمة في هذا المجال إثر قيام باستبدال السندات ذات الفائدة بصكوك إسلامية مثل صكوك الإجارة ، أو القرض الحسن في بعض الدول وهذا أيضاً ما نجم عنه تخفيف للعبء على الموازنة العامة نتيجة لاستبعاد الفوائد.²

7- الصكوك الإسلامية والسياسة المالية:

في هذا السياق تقدم الصكوك الإسلامية نفسها للسلطات الرسمية كأداة مناسبة للمساعدة في ترشيد الإنفاق الحكومي، وذلك على النحو التالي:³

- تقييد استخدام الإيرادات الضريبية و الإيرادات السيادية على تمويل الأنشطة غير مولدة للدخل مثل الدفاع والأمن وتنظيم وإدارة المرافق والخدمات العامة وما إلى ذلك؛

¹ بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة غرداية، 2019-2020، ص 97 .

² المرجع نفسه، ص 98.

³ معبد على الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، " أسواق الصكوك وكيفية الإرتقاء بها"، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم - المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24 - 25 ماي، 2010، ص 44.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- إعطاء الأولوية لتمويل الخدمات العامة ذات الخاصة مثل الصحة والتعليم تمويلًا مختلطًا حيث يفرض الرسوم على المستخدمين، وفقا للقدرتهم على الدفع، ويتم تقديم الخدمة أو السلعة مجانًا لأولئك الغير قادرين على الدفع القادرين؛
- تقوم هيئات القطاع العام وغيرها من المؤسسات المنتجة للسلع ذات الأهمية الاجتماعية بإصدار صكوك لجمع رأس المال واستخدامه في تلبية احتياجات رأس المال العامل أو توسيع أنشطتها، وتسمح هذه الصكوك لحاملها بالمشاركة في أرباح شركات القطاع العام، كما أنها تتيح لهم مرونة كافية من خلال القدرة على تداولها في الأسواق الثانوية؛
- إصدار الصكوك واستخدام حصيلتها لتأسيس الشركات التي تنفذ وتمول المشروعات الكبرى في مجالات البنية الأساسية كالطاقة والاتصال والمواصلات.

8- مساهمة الصكوك الإسلامية في مقاومة التضخم و استقرار الاقتصاد :

إن ارتفاع المعروض النقدي في الاقتصاد الوطني الذي من المحتمل أن يتحول إلى تضخم، نجده مرتبط بنسبة الفوائد المترتبة على القروض كما هو الحال في التمويل الربوي، أما في نظام التمويل بالمشاركة فيكون مرتبط بنسبة الأرباح من رأس المال المستثمر، ، وعليه فإن أن الارتباط متعلق بالإنتاج الحقيقي وليس بتوليد الأموال عن طريق الفوائد الربوية، وهذا ما أكد للبنك الدولي والخبراء الاقتصاديين الأجانب وجعلهم يعترفون بوفرة الاستقرار لدى أنظمة التمويل الإسلامي، إضافة إلى هذا فإن الخسائر المتوقعة على الإنتاج في النظام التقليدي تتحول إلى فوائد مصرفية ربوية، وهي إضافة يتحملها المستهلك عن طريق رفع الأسعار ، في حين أن الخسارة في نظام التمويل الإسلامي تتوزع على ثلاثة جهات وهي: المصرف، المستثمر، والمودع، وهذا ما نلمسه من خلال اعتماد الصكوك كأداة تمويلية إسلامية.¹

ثانيا: قنوات التأثير الخارجية (التوازن الخارجي):

1- مساهمة الصكوك الإسلامية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية:

في ظل الوضع الاقتصادي المتدهور للدول العربية والإسلامية، و الإصلاحات الاقتصادية التي باتت من الضروري القيام بها ، تبرز الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الجاذبة لرؤوس الأموال المهاجرة. حيث أثبتت جدارتها في جذب المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال في فترة وجيزة.²

وقد برزت الصكوك كأداة منافسة لجذب الأموال لما تحمله من عدم وجود مخاطر تقلبات أسعار الفائدة في ظل التحفيزات المالية للأدوات المالية الأخرى(فوائد، ضرائب،... إلخ). وإسنادها في الغالب لأصول حقيقية موجودة قائمة تشتغل، الأمر الذي أدى بالدول إلى إخراج إصدار الصكوك من الإطار المحلي إلى الإصدار الدولي،

¹ سامر مظير قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات، دار النهضة، دمشق، 2008 ، ص 132 :

² محمد سحنون، شعيب يونس، مرجع سابق، ص13

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

فأصبحت بذلك الدول تعمل على جذب الأموال العالمية، من خلال إصدار الصكوك الإسلامية إصدارا دوليا تشارك فيه كل دول العالم.¹

2- مساهمة الصكوك الإسلامية في حل مشكل المديونية:

في ما يتعلق بدور الصكوك في حل مشاكل المديونية سواء كانت ديونا أو داخلية أو خارجية ، يمكن للدولة تحويل هذه القروض إلى صكوك ملكية الخدمات العامة التي تقدمها الدولة مثل التعليم ، الصحة ، النقل... الخ، أو من خلال سلع صكوك استصناع التي تنتجها الدولة بحيث يحصل حاملها على سلع بقيمة ما قدمه من قرض.

3- مساهمة الصكوك الإسلامية في توازن ميزان المدفوعات

تؤدي زيادة رؤوس الأموال الإنتاجية إلى زيادة الإنتاج وهو ما سيساهم بالتأكيد في تخفيض الواردات، و في زيادة الصادرات، الأمر الذي مما يترتب عليه تخفيف الضغط على ميزان المدفوعات، إضافة إلى المساهمة في توفير العملة الصعبة التي يمكن توجيهها نحو بناء مشروعات تنموية أخرى. وتعتبر صكوك الاستصناع من أهم الصكوك التي يمكن أن تساهم بشكل فعال في رفع انتاج السلع والخدمات ومنه زيادة التصديرات وتخفيف الواردات ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي.

المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

هناك العديد من المزايا والفوائد التي يمنحها إصدار الصكوك الإسلامية للاقتصاد نوردتها كما يلي:

- مزايا الصكوك بالنسبة للمصدر:

- يمنح إصدار الصكوك الإسلامية العديد من المزايا للمصدرين نذكر منها²
- تساعد عملية إصدار الصكوك في التنسيق بين مصادر التمويل واستخداماتها مما يساعد في تقليل مخاطر عدم التوافق بين آجال الموارد واستخداماتها.
- تساعد عملية إصدار الصكوك في مضاعفة قدرة المؤسسات على توليد الأموال أي تحريرها لضمان السيولة اللازمة لتلبية احتياجاتها المختلفة، وكذلك تنوع مصادر التمويل متعددة الآجال مما يكمل للمصادر التقليدية خاصة لمن لا يستطيعون الوصول مباشرة إلى اسوق المال.
- إصدار الصكوك يعتبر عملية خارج الميزانية مما يساعد في تحسين نسبة كفاية رأس المال .
- يسمح إصدار الصكوك للمصادر وجميع المؤسسات المالية وغير المالية إمكانية تقديم التمويل والتسهيلات ثم تحويلها على المدى القصير وإزالتها من ميزانيتها ، وبالتالي فإنه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون في تحصيلها.

¹ غالي بن براهيم، محمد سلطاني، القدرة التنموية للصكوك المالية الإسلامية، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، الملف الخاص الرابع، جانفي 2005، ص236.

² فتح الرحمان علي محمد صالح، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى حول تحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، الخرطوم، 05-06 أبريل 2012، ص07.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

- يساعد اصدار الصكوك في زيادة نشاطها المؤسسة دون الحاجة إلى الرفع من رأسمالها. وكذا زيادة ربحية المؤسسات المالية والمراكز المالية والشركات ، كونها تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة في تمويلها وإدارتها كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر.

- مزايا الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمر:

- تمنح الصكوك الإسلامية مزايا عديدة للمستثمرين بها، ومن أهم هذه المزايا نذكر:
 - مقارنة بالاقتراض المصرفي فإن تكلفة اصدار الصكوك منخفضة ويرجع ذلك لقلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة به و تصنيفها الائتماني العالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة، إضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين، وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى.
 - تحقق الصكوك الإسلامية عوائد أعلى للمستثمرين مقارنة بباقي الاستثمارات المالية الأخرى .
 - يوفر اصدار الصكوك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.¹

- مزايا الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد:

تتمثل مزايا الصكوك بالنسبة للاقتصاد في النقاط التالية:²

- يساعد اصدار الصكوك في تعميق درجة السوق المالية من خلال توفير عدة بدائل متنوعة للمستثمرين .
- يساعد اصدار الصكوك في تنويع وسائل وآليات التمويل في الاقتصاد ،وتقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي .
- مواكبة التغيرات الحاصلة في أسواق التمويل دوليا، بهدف توفيرها للمستثمر المحلي من بحثه عنها في الخارج وهو ما يؤثر ايجابيا على ميزان العمليات الرأسمالية.
- كما سبق الذكر فإن الصكوك تتيح فرص هائلة لسداد عجز موازنة الدولة الاتحادية أو الولائية بتوفير موارد دقيقة غير مؤثرة سلبا على المستوى العام للأسعار، وبالتالي تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصور غير مكلفة.
- تتيح عملية اصدار الصكوك أن تكون السياسة النقدية للدول أقل تقييدا للائتمان بسبب حقيقية مصادر التمويل، وبالتالي فإن السياسات التوسعية تعطي ثقة أكبر في مناخ الاستثمار بالبلاد.
- الاستخدام المكثف للصكوك الإسلامية من شأنه وضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد الوطني مركزا ماليا مرموقا وبأدوات أكثر جاذبية.

¹ رابع خوخي، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد06، جوان2014، ص121.

² باهي نوال، أيمن فريد، مرجع سابق، ص149.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية كآلية لدفع عجلة النمو الاقتصادي

خلاصة الفصل

من خلال ما تم التطرق إليه تبين لنا أن النمو مقياس للأداء الاقتصادي باعتباره مدلولاً كمياً يعبر عنه بمؤشر الناتج المحلي الإجمالي، وقد شغل تحديد مصادر هذا الأخير اهتمام مختلف مدارس الفكر الاقتصادي، فاعتبر الكلاسيك التراكم الرأس مالي السبب الرئيسي للنمو وأن الأرباح هي المصدر الوحيد للادخار، في حين أرجعه النيوكلاسيك إلى التقدم التقني وعملية تكوين رأس المال، أما الفكر الكينزي فركز بالأساس على عملية تحريك الطلب الفعال الذي يكفل تشغيل الموارد البشرية المعطلة والطاقة الانتاجية الفائضة وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وصولاً إلى نماذج النمو الداخلية التي ظهرت في الثمانينات، وفرت إطاراً تحليلياً جديداً كان أساسه رأس المال البشري والمعرفة والتي من خلالها يتم توليد النمو طويل الأجل.

ومن خلال العرض النظري لمختلف الأدبيات النظرية التي اهتمت بالعلاقة بين القطاع المالي والنمو، نجد أنه وبالرغم من وجود بعض الاختلاف بين الاقتصاديين وتعدد الآراء حول اتجاه العلاقة بين هذين العنصرين إلا أن أغلبهم أكدوا على الأهمية البالغة لتوفر القطاع مالي في تعزيز النمو الاقتصادي، سواء التمويل التقليدي أو الإسلامي.

ومن خلال ما تم تناوله في جزئية الصكوك الإسلامية فقد تبين أن لها أهمية بالغة كأداة تمويلية إسلامية من خلال المزايا المتنوعة التي تمنحها لكل المتعاملين بها وللاقتصاد خاصة، وكذا لما لها من أثر إيجابي على العديد من قنوات التوازن الداخلية والخارجية.

الفصل الثالث:

دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية

على النمو الاقتصادي لعينة من الدول

الإسلامية باستخدام نماذج بانل

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

تمهيد

يشير الواقع بأن صناعة الصكوك الإسلامية هي الأكثر نمواً بين المنتجات المالية الإسلامية الأخرى، بحيث عكست آخر الإحصائيات المكانة الهامة التي استطاعت تحقيقها، إذ قدر إجمالي الإصدار العالمي للصكوك بما يتجاوز الترليون دولار أمريكي خلال العقدين الأخيرين. وهذا أكسبها أهمية بالغة كأداة تمويلية تعتمد عليها الشركات والحكومات في تمويل المشاريع والاستثمارات الضخمة وذات الآجال الطويلة، وهو ما جعل الدول الإسلامية والغير الإسلامية توظف جميع الإمكانيات من أجل الاستفادة من مزايا تطبيق هذه الأداة التمويلية.

وبالنظر للمكانة الهامة والانتشار الواسع للصكوك الإسلامية بات من الضروري تسليط الضوء حول أثر هذه الأخيرة على النمو الاقتصادي خاصة في الدول الإسلامية (ماليزيا، السعودية، إندونيسيا.. الخ) باعتبارها الدول السبّاقة والرائدة في هذا المجال.

وعليه قُسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

- المبحث الأول: صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها.
- المبحث الثاني: مدخل نظري إلى نماذج بيانات بانل.
- المبحث الثالث: التحليل القياسي لأثر إصدار الصكوك الإسلامي على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

المبحث الأول: صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها.

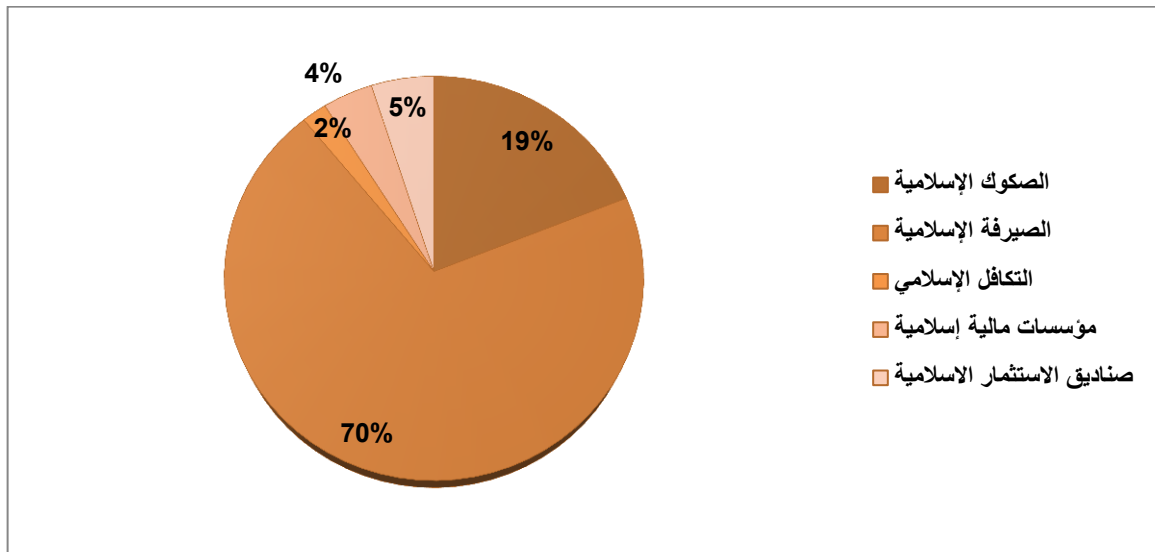
شهدت صناعة الصكوك الإسلامية ازدهارا وإقبالا كبيرا خلال السنوات الأخيرة ، ونستعرض من خلال هذا المبحث مكانتها كإحدى منتجات التمويل الإسلامي خلال العقدين الماضيين وتشخيص لواقعها وتطورها، وأهم العوامل التي ساعدت على هذا الازدهار، وكذا محاولة استعراض أهم التحديات التي كانت ولا زالت تواجهها

المطلب الأول: واقع صناعة الصكوك الإسلامية في العالم

أولا: مكانة الصكوك الإسلامية من إجمالي التمويل الإسلامي العالمي سنة 2020:

حققت سوق الصكوك الإسلامية مكانة هامة كإحدى أدوات ومنتجات التمويل الإسلامي ، اذ شهدت نموا وازدهارا في مختلف أنحاء العالم، والشكل الموالي يوضح مكانة الصكوك الإسلامية مقارنة بمنتجات التمويل الإسلامي بعد عقدين من ظهورها.

الشكل رقم (03-01) توزيع إجمالي التمويل الإسلامي حسب القطاع لسنة 2020.



Source :islamic finance development advancing economies. Report, refinitiv ,2021, p08.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن الصكوك الإسلامية استطاعت تحقيق مكانة هامة من خلال استحواذها المرتبة الثانية من إجمالي الخدمات المالية الإسلامية في العالم بنسبة بلغت 19%، وذلك بعد الصيرفة الإسلامية

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

التي تستحوذ على المرتبة الأولى بنسبة بلغت 70 % سنة 2020. أما الصناديق الاستثمار الإسلامية، والمؤسسات المالية الإسلامية والتكافل فقد بلغت نسبتها (5%، 4%، 2%) على التوالي.

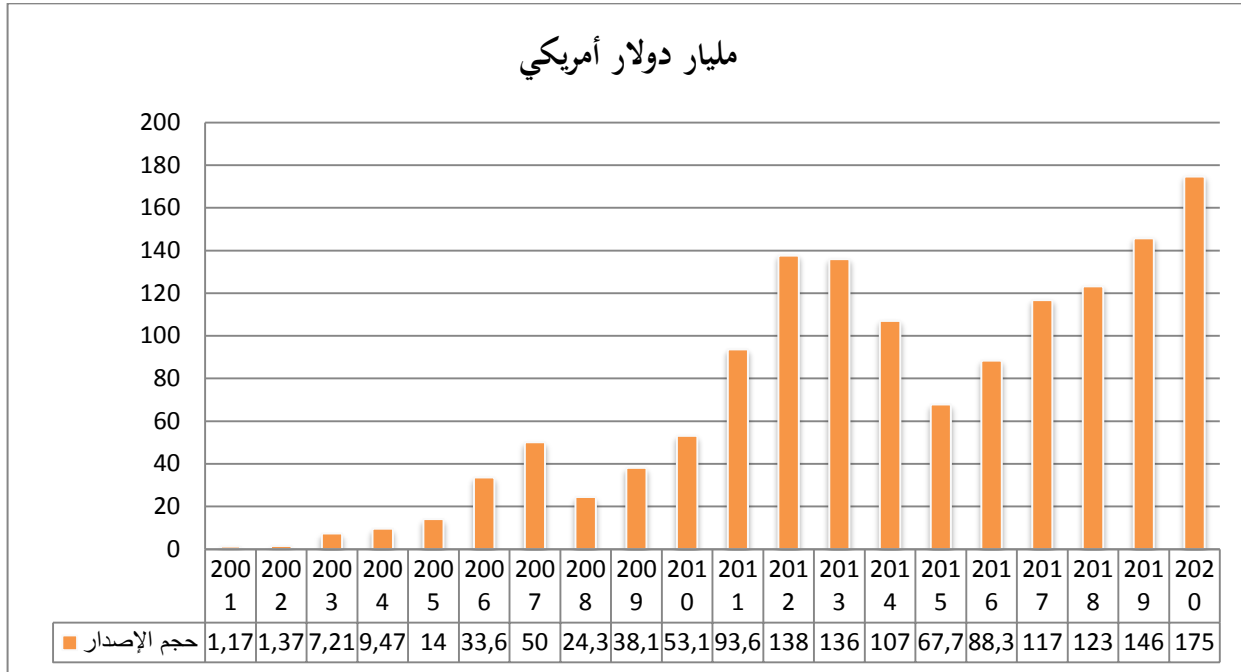
ثانيا: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم (2001-2020):

كشفت الأبحاث المتخصصة أن سوق الصكوك شهد نمى بشكل ملحوظ وسريع خلال العقد الماضي، خاصة بعد دعم الذي تلقته من الجهات حكومية مما مهد الطريق للتبني الواسع لهذه الأداة. كما أثارت هذه الأداة قدراً هائلاً من الاهتمام من طرف المؤسسات المالية والمصرفية الغربية.

وقد تطورت الصكوك الإسلامية لتكون أداة تساهم بكفاءة رأس المال والنمو، حيث ارتفع الطلب العالمي عليها لتمويل المشاريع الكبيرة، وخاصة مشاريع البنية التحتية. ولا سيما بعد الأزمة المالية العالمية.

يمثل الرسم البياني التالي تطورات قيم مبالغ الصكوك المالية الإسلامية بين سنتي 2001-2020.

الشكل رقم (03-02) تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم (2001-2020)



Source :International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 7th edition, April 2021, p 29

من خلال الإحصاءات الواردة في الشكل المبين أعلاه نجد أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم بلغ 1.42 ترليون دولار أمريكي. والموزعة خلال الفترة الممتدة من 2001م -2020م ، شهدت صناعة الصكوك الإسلامية خلالها نمواً وتزايد كبيرين، كما شهدت صناعة الصكوك الإسلامية عدة أحداث كان أبرزها أزمة الرهن

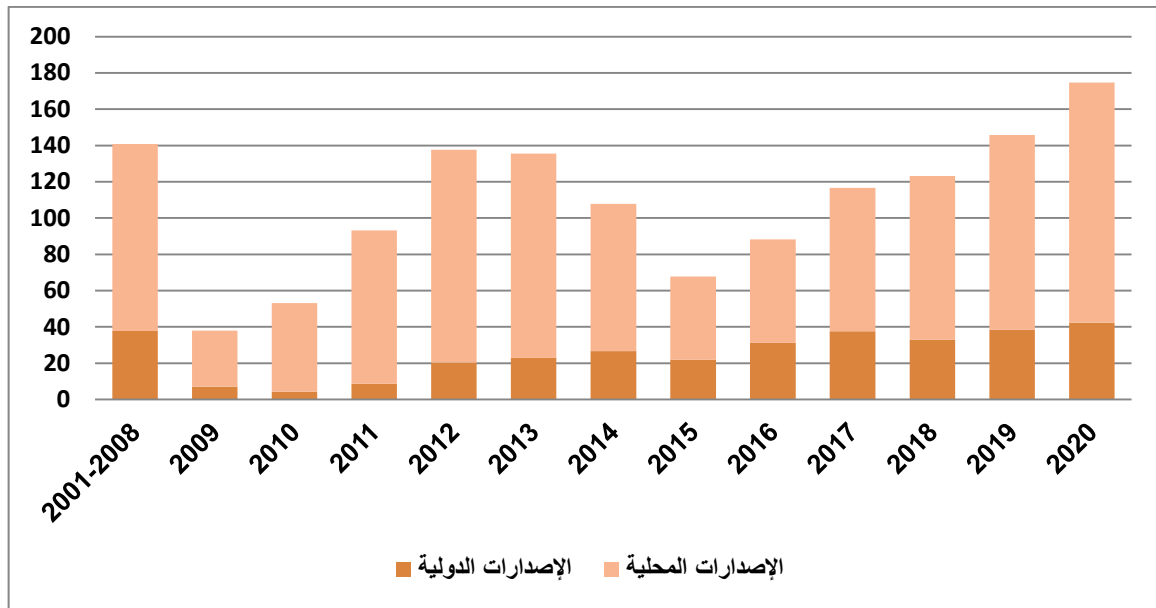
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

العقاري سنة 2008م التي انتقلت تداعيتها إلى السوق المالية الإسلامية حيث انخفض حجم الاصدارات سنة 2008 بنسبة بلغت 48.5% ويعتبر هذا أول تراجع في مسيرة صناعة الصكوك الإسلامية منذ سنة 2001م. تلاها تراجع ثاني سنتي 2015 و2014 كان سببه راجعاً للأزمة النفطية ، إلا أنها استعادت ازدهارها و انتعاشها في الفترة الموالية أين بلغ اصدار الصكوك ذروته بقيمة قاربت 175 مليار دولار سنة 2020.

ثالثاً: تطور إجمالي اصدارات الصكوك الإسلامية الدولية والمحلية:

تنوعت اصدارات الصكوك الإسلامية حسب طبيعة الإصدار ونطاق التداول إلى صكوك محلية وصكوك دولية والشكل الموالي يوضح تطور حجم الصكوك المحلية والدولية عالمياً خلال الفترة الزمنية 2001-2020.

الشكل رقم (03-03) إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية والدولية في العالم خلال الفترة 2001-2020 مليار دولار



Source :International Islamic Financial Market annual Sukuk Report, 7th edition, April 2021, p 33-35.

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن حجم الصكوك المحلية يستحوذ على الجزء الأكبر من إجمالي الاصدارات العالمية حيث سجلت زيادة من مستوى 2019 البالغ 107.226 مليار دولار أمريكي إلى 132.233 مليار دولار أمريكي ؛ ويأتي الجزء الأكبر من هذه الزيادة من مساهمة السوق الماليزي البالغة 53.70 مليار دولار تليها المملكة العربية السعودية 18.70 مليار دولار واندونيسيا 23.50 مليار دولار وتركيا 23.00 مليار دولار.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

كما يلاحظ التزايد المستمر لإصدارات الصكوك الدولية أين بلغ 42 مليار دولار سنة 2020 مقارنة 38.4 مليار دولار سنة 2019 أي بزيادة بلغت 9.25%.

رابعاً: التطور الإقليمي والدولي لإصدارات الصكوك الإسلامية (2001-2020):

عرفت صناعة صكوك الإسلامية انتشاراً واسعاً في مختلف دول العالم ، حيث بلغ عدد الدول المصدرة للصكوك الإسلامية سنة 2020م 36 دول والجدول الموالي يوضح قيم ونسب إجمالي الإصدارات فيها خلال الفترة 2001-2020.

الجدول رقم (03-01) إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في مختلف دول العالم خلال الفترة (2001-2020)

الإقليم	عدد الصكوك	قيمة الإصدار (مليون دولار)	النسبة من إجمالي الإصدار %
دول آسيا والشرق الأقصى	8723	965.234	67.84
دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط	985	362.423	25.47
دول افريقيا	613	24.550	1.71
دول أخرى	723	70.615	4.96
المجموع الكلي	11.053	1,422,911	100

Source :International Islamic Financial Market annual Sukuk Report, 7th edition, April 2021, p 21

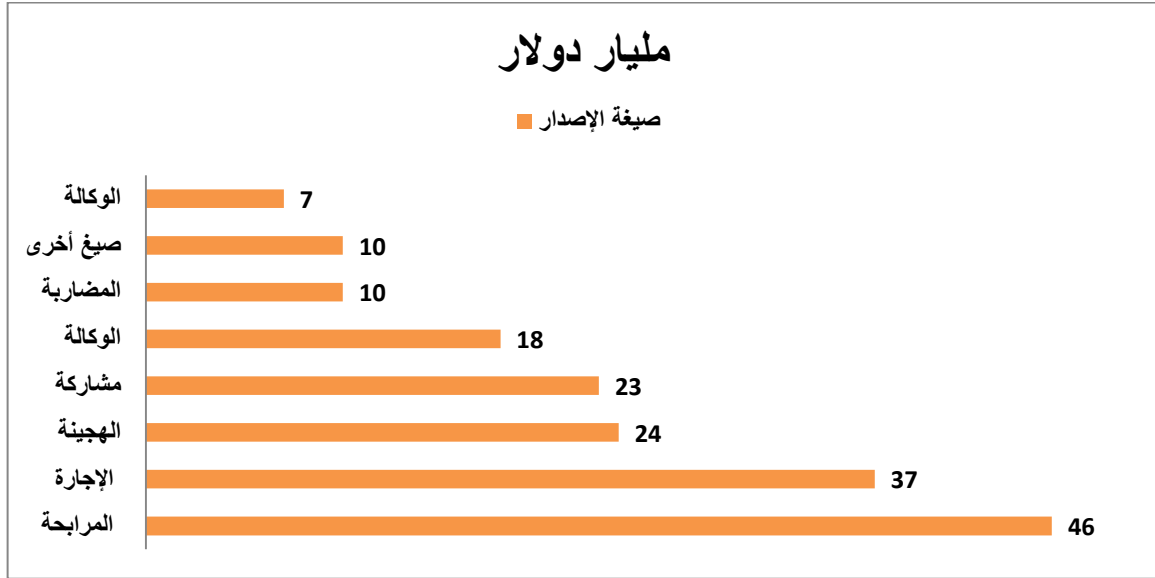
يتضح من خلال الجدول أعلاه هيمنة الدول الآسيوية ودول الشرق الأوسط على أعلى نسبة للإصدارات الإجمالية خلال الفترة 2001-2020م والتي بلغت 965,324 مليار دولار أي ما يقارب 68%، تليها دول مجلس تعاون الخليج بقيمة إصدار بلغت 362.432 مليار دولار وهو ما يفوق ربع الإصدارات بقيمة بلغت 25.5% ، أما بالنسبة للدول الأفريقية وعلى الرغم من استحداث هذه الصناعة بها إلى أن نسبة إصداراتها لا تزال ضئيلة والتي بلغت 1.71% ،

خامساً: توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغة الإصدار لسنة 2020:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

تنوعت صيغ إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم لسنة 2020، والشكل الموالي يوضح مبالغ الإصدار لكل صيغة من الصيغ.

الشكل (03-04) توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغة الإصدار لسنة 2020



Source :islamic finance development advancing economies, Report refinitiv , 2021, p42.

يلاحظ من خلال الشكل أن المرابحة تستحوذ على ما يفوق ربع إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية في العالم والمقدر بحوالي 175 مليار دولار بنسبة بلغت 26 % ما يعادل 46 مليار دولار سنة 2020، تليها الإجارة بنسبة إصدار بلغت 21 % وبقيمة قدرت بحوال 37 مليار دولار، كما أن صيغتي المشاركة والصكوك الهيئنة والمضاربة استحوذت كل منها على ما يقارب 12% بقيمة قدرت بحوالي 24، 23، 18 مليار دولار على التوالي.

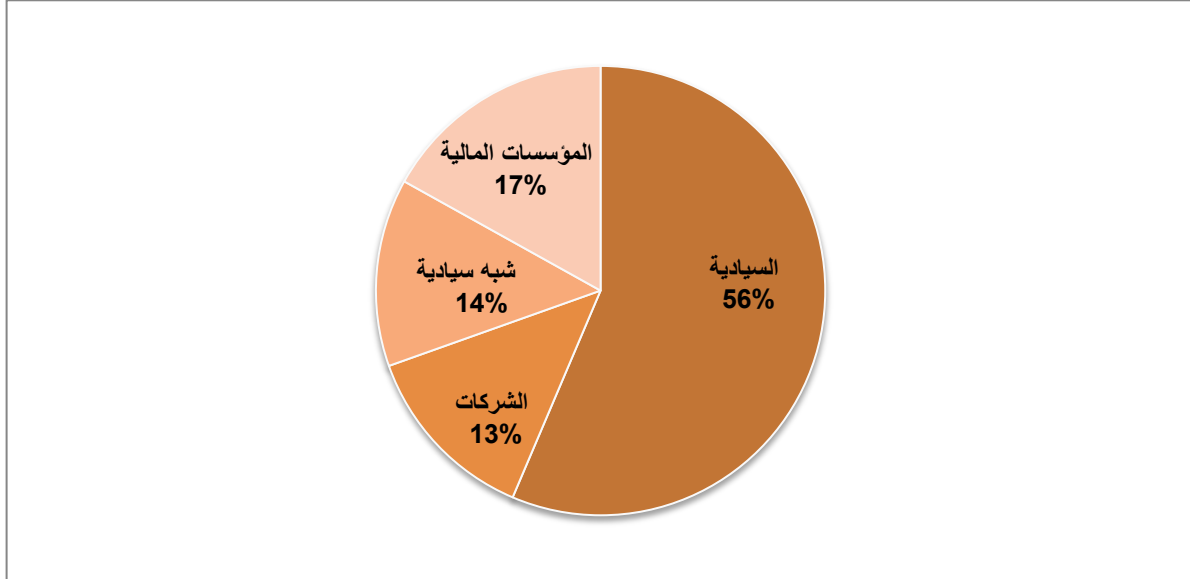
سادسا: الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار (2001-2019):

ينقسم إصدار الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار إلى أربعة جهات مصدرة، وهي الصكوك السيادية (الحكومية)، الشبه سيادية، المؤسسات المالية والشركات.

والشكل الموالي يوضح حجم الصكوك الإسلامية العالمية حسب الجهة المصدرة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

الشكل رقم (03-05): الصكوك الإسلامية حسب جهة الإصدار (2001-2019).



Source :International Islamic Financial Market annual Sukuk Report, 7th edition, April2020, p 91.

تصدرت الصكوك السيادية عمليات الإصدار العالمية للفترة 2001- ديسمبر 2019م، إذ بلغت قيمتها 680.74 مليار دولار بنسبة 54.58% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب جهة الإصدار، كما أشار تقرير إلى وجود انتعاش على مستوى الصكوك السيادية بقيادة كل من المملكة العربية السعودية، إندونيسيا، ماليزيا وتركيا رغم الصدمة الاقتصادية التي سببتها جائحة كوفيد 19. أما إصدارات قطاع الشركات فبلغت 300 مليار دولار بنسبة 24.07% خلال الفترة 2001-2019، مع انخفاض طفيف خلال سنة 2019 واحتمالية متزايدة أن يظل حجم إصدارات الصكوك للشركات منخفض بداية من الربع الأول لسنة 2020 بسبب جائحة كوفيد19، الذي أدى إلى تأجيل إصدار الصكوك من طرف الهيئات الراغبة في تمويل مشاريعها في ضوء حالة التوقف والتأجيل للمشروعات.

كما بلغت الإصدارات شبه السيادية 190.34 مليار دولار بنسبة 15.23%، ومن جهة أخرى قدرت إصدارات المؤسسات المالية 75.96 مليار بسبب قدرتها بـ 6.09%، والتي تعتبر كمصدر ليس فقط لأغراض إدارة السيولة ولكن أيضا لتلبية متطلبات كفاية رأس المال.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

المطلب الثاني: تجارب الدول الإسلامية الرائدة في التصكيك الإسلامي.

مما سمح الانتشار الواسع الصكوك الإسلامية ووصولها إلى بعض الدول الغربية، فرصة لبعضهم من أن تكون رائدة في هذا المجال تستفيد من مزاياها، وفي ما يلي عرض لأهمها:

أولاً: تجارب دول شرق آسيا

1- ماليزيا:

1-1- نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعود انطلاقة الاستثمار الإسلامي إلى بداية الستينات من القرن الماضي ، وبالضبط إلى تأسيس أول هيئة لصندوق الأموال للحج، بشكل يتلاءم و ضوابط الشريعة الإسلامية، فيما تعود أول انطلاقة حقيقية لتطوير الصيرفة الإسلامية في ماليزيا إلى عام 1983 م، وذلك بعد صدور القانون الخاص بها والذي بدأ العمل به في 7 أبريل 1983 م وتم بمقتضاه استحداث مجموعة جديدة من المنتجات والخدمات المصرفية المتوافقة أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، وجاء بعد ذلك إنشاء أول بنك ماليزي إسلامي وهو (بنك إسلام ماليزيا برهاد) (BIMB) بمبادرة حكومية، انطلق في أول عملياته بتاريخ 1 جويلية 1983 ، أما الانطلاق الفعلي و الحقيقي في ماليزيا لسوق رأس المال الإسلامي فيرجع إلى أوائل تسعينات القرن الماضي، بعد أن قامت شركة (shell mds sdn bhd) المختصة بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلية سنة 1990م، وتبع هذا العديد من إصدارات الأدوات المالية الإسلامية. كما عملت كل من هيئة الأوراق المالية الماليزية و الوزارة المالية بالتعاون على تشكيل لجنة درست أنشطة ومعاملات السوق، واتخذت خطوات مهمة منها إنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي ICDM ، و اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG)، سنة 1994، وبعد سنة كاملة تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.¹

1-2- تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

عرفت الهيئة الماليزية للأوراق المالية سوق رأس المال الإسلامي بأنه " سوق تتوفر فيه فرص استثمار ,وتحويل متعدد الآجال ، التي تتوفق مع ضوابط ومبادئ الشريعة الإسلامية الخالية تماما أية أنشطة محرمة شرعا ،مثل الربا ،

¹ إلياس سليمان، وآخرون، آليات وضوابط إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، مجلد 04، العدد 07، ديسمبر 2018، ص 70.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

وبيع الغرر. أي أنه سوق مالي كغيره من الأسواق تتوفر فيه أنواع المختلفة الأنشطة الاقتصادية ، لغرض تعبئة الموارد المالية واستثمارها وفقا للشريعة الإسلامية".¹

1-3- خصائص سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

يتميز سوق رأس المال الماليزي بعدة خصائص ومميزات تتمثل نذكر منها:²

- الإشراف والرقابة الشرعية:

يتم الإشراف والرقابة على سوق رأس المال الماليزي من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، لضمان الالتزام و الامتثال في عملياته لأحكام وضوابط الشريعة ، إلا أن هذه اللجنة لا تتدخل بشكل مباشر في نشاط هذا السوق حيث المعلومات المتوفرة التي تتعلق بالسوق يتم توفيرها من طرف الإدارة المختصة باعتبارها الجهة المسؤولة عن البحث والتحليل في أنشطة السوق وطرحها للمناقشة لاتخاذ الفتاوى والقرارات المناسبة.

- العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محذور شرعي:

وتعد هذه ميزة من المزايا الشرعية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن التقليدي ، حيث أن أهم معاملة هو التخلي عن الفوائد الربوية من كل الأنشطة والعمليات ، خاصة في تداول الأوراق المالية، إضافة إلى اجتناب المحرمات الأخرى مثل بيع الغرر والميسر ، حيث يتم التأكد من كون نشاط الشركات المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي لا يخالف الشريعة الإسلامية و مباح ، كما يتم استبعاد البنوك الربوية وشركات الخمر والتأكد من التزام الجهات المصدرة للصكوك بالأسس والضوابط الشرعية .

- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية:

يدرس سوق رأس المال الإسلامي الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام وعقود الشريعة مثل الأسهم العادية، ، ويفعل الأدوات المالية الشرعية المشتقة، خاصة الصكوك الإسلامية المصدرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق وإقرارها وإقرارها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما أو تداولها أو بإصدارها.

¹ بوعبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 45، 2016، ص 02.

² محسن حبيب، الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية - تجربة ماليزيا، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 33، العدد 02، 2019، ص 202.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

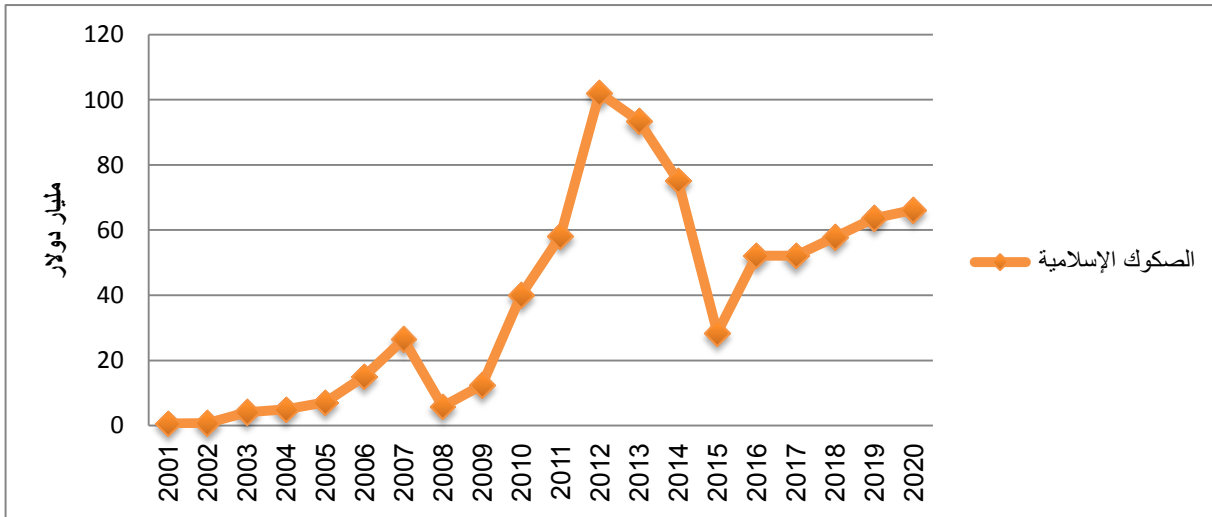
- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:

تعتبر هيئة الأوراق المالية هي الجهة المسؤولة عن سن التشريعات القانونية ودراسة الأدوات المالية في سوق رأس المال الماليزي، وتشمل هذه التشريعات إصدار التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك، والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها، في حين أن السوق الثانوية للصكوك الإسلامية تخضع لرقابة البنك المركزي وفقا لنظام التحويل الالكتروني الآني للأموال والأوراق المالية.

1-4- تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ومقارنتها بالسندات التقليدية

يوضح الشكلان الآتيان تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ونسبتها مقارنة بالسندات التقليدية خلال الفترة 2001-2010.

الشكل (03-05): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2020)



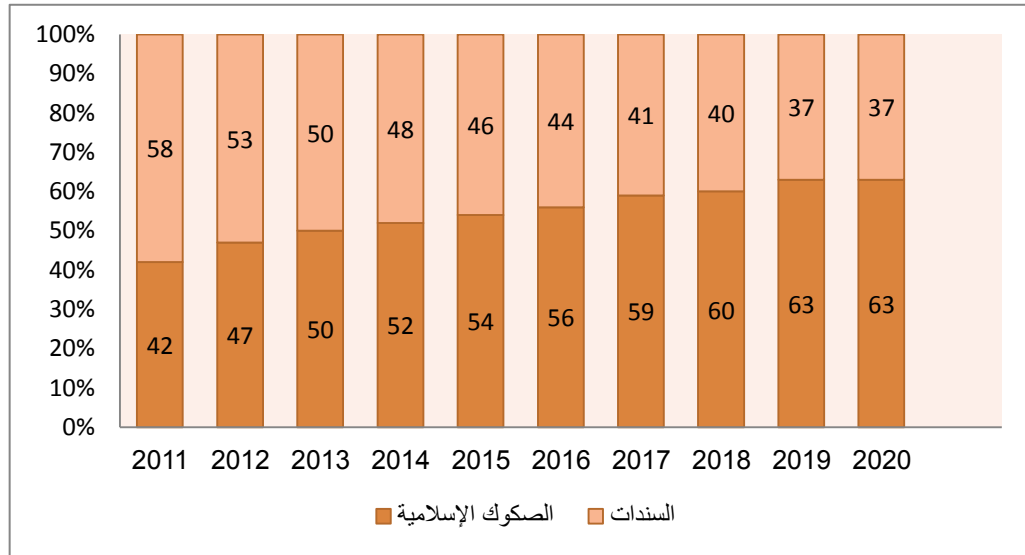
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

شهد سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا نموا مستمرا على مدار الفترة الممتدة من 2001 إلى 2020، تخلله انهيابين الأول كان سنة 2008، وذلك راجع للأزمة المالية العالمية مما أثر على مختلف الأسواق منها سوق رأس المال الماليزي، أين انخفضت ثقة المستثمرين في الأدوات الاستثمارية بما فيها الصكوك الإسلامية كردة فعل طبيعي للركود الاقتصادي الذي مس الاقتصاد العالمي خلال الأزمة وما انجر عنه من معدلات الاستثمارات المحلي

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

والعالمي. أما الانحياز الثاني كان سنة 2014 و 2015 والذي كان راجعا لتراجع أسعار النفط، وقرار المصرف الماليزي المركزي بتخفيض اصدار الصكوك الإسلامية والتحول الى أدوات أخرى لإدارة السيولة.

الشكل (03-07): حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا 2011-2020



Source: bond pricing agency malaysia, the malaysian bond and sukuk, almanac report, 2020, p12.

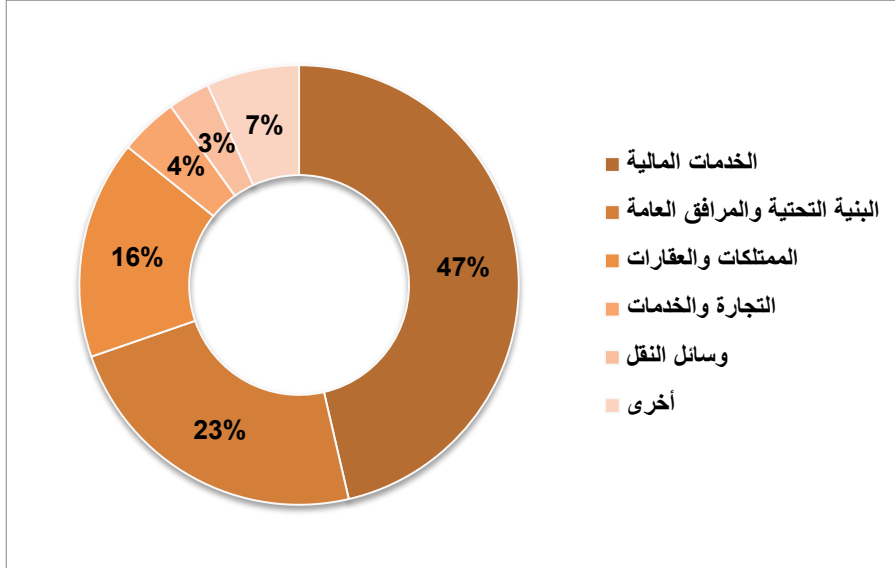
يتبين لنا من الشكل أعلاه أن الصكوك الإسلامية استطاعت احتلال مكانة هامة في ماليزيا كمنافسة للسندات ، حيث حققت استحوذت على ما يقارب 54.5 بالمئة في متوسطها خلال الفترة 2011-2020، فيما بلغ متوسط اجمالي السندات 45.5 خلال ذات الفترة، وهو ما يعكس الأهمية البالغة التي توليها السلطات الماليزية للصكوك.

1-5- توزيع اصدارات الصكوك الإسلامية قطاعيا في ماليزيا

تنوعت القطاعات المصدر من أجلها اصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ، والشكل الموالي يوضح أهم القطاعات المستفيدة من هذه الأخيرة.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

الشكل رقم(03-08): توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية قطاعيا في ماليزيا خلال الفترة 2010-2017.



المصدر: طوابية نهاد، بملول لطيفة، مرجع سابق، ص 292.

من خلال الشكل 03 يلاحظ أن قطاع الخدمات المالية يستحوذ على المرتبة الأولى من الإصدار بنسبة قدرت بـ 42.1 بالمئة، يليه في المرتبة الثانية قطاع البنية التحتية والمرافق العامة بنسبة 21.1 بالمئة، ويتبعه في المرتبة الثالثة قطاع الممتلكات والعقارات بنسبة 14.6. أما المرتبة الرابعة والخامسة فقد استحوذ عليها قطاع التجارة والخدمات ووسائل النقل بنسب قدرت بـ 3.9 و 2.8 بالمئة على التوالي، في ما توزع باقي الإصدارات والمقدرة بـ 6 بالمئة على قطاعات متنوعة أخرى.

2- إندونيسيا:

سعت إندونيسيا منذ سنة 2002 لتطوير سوقها المالي الإسلامي كجزء رئيسي من جهودها الساعية لتوسعة سوق الدين، في محاولة لتفادي عدم الاستقرار الاقتصادي الناتج عن الديون التي تتحملها الدولة، وقد أدى

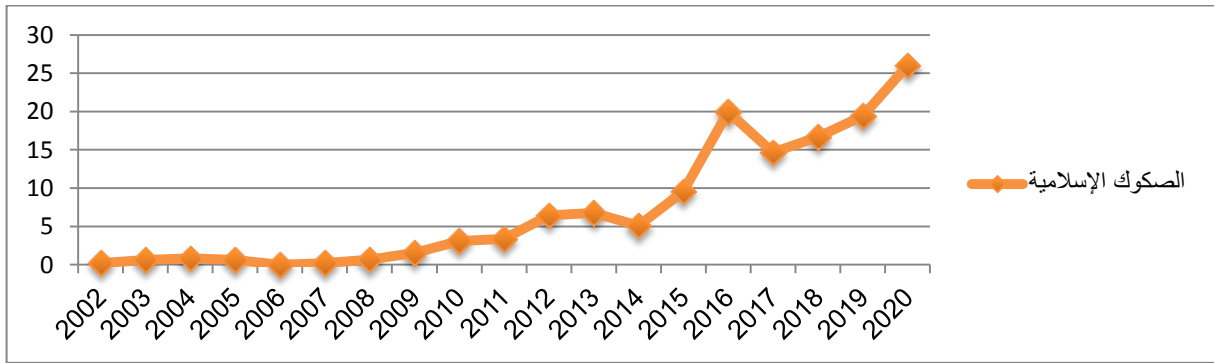
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

إصدار الصكوك أو السندات المالية الإسلامية السيادية (SBSN) إلى إثراء خياراتها فيما يتعلق بإدارة التمويل المملوك للحكومة¹

2-1- تطور إصدار الصكوك الإسلامية في إندونيسيا خلال الفترة 2002-2020.

استطاعت إندونيسيا تحقيق مكانة هامة في سوق الصكوك الإسلامية، إذ تعتبر من الدول الرائدة في هذا المجال وذلك من خلال استحوادها على المرتبة الثالثة عالمية بما يقارب 8.87% من الإصدارات الإجمالية للصكوك في العالم خلال الفترة 2002-2020 والشكل الموالي يوضح تطورها في إندونيسيا.

الشكل (03-09): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في إندونيسيا خلال الفترة 2002-2020



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

من خلال الاحصاءات الواردة في الرسم البياني أعلاه نجد أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في إندونيسيا قد شهد نمو وازدهار كبيرين خلال العقد الأخيرين، أين بلغ حجم الصكوك 1.6 مليار دولار سنة 2009 مقارنة بـ 0.2 مليار سنة 2002 أي بزيادة بلغت 7 بالمئة، ولتشهد نموا طرديا إلى غاية سنة 2020 أين بلغ حجم الإصدار 26 مليار دولار، وهو ما يعكس رغبة السلطات الإندونيسية التوسع في الاعتماد على هذه الأداة، كما يلاحظ عدم تأثر هاذين الأخيرين بالأزمة العالمية لسنة 2008 وذلك راجع لانغلاق الاقتصاد الإندونيسي بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي.

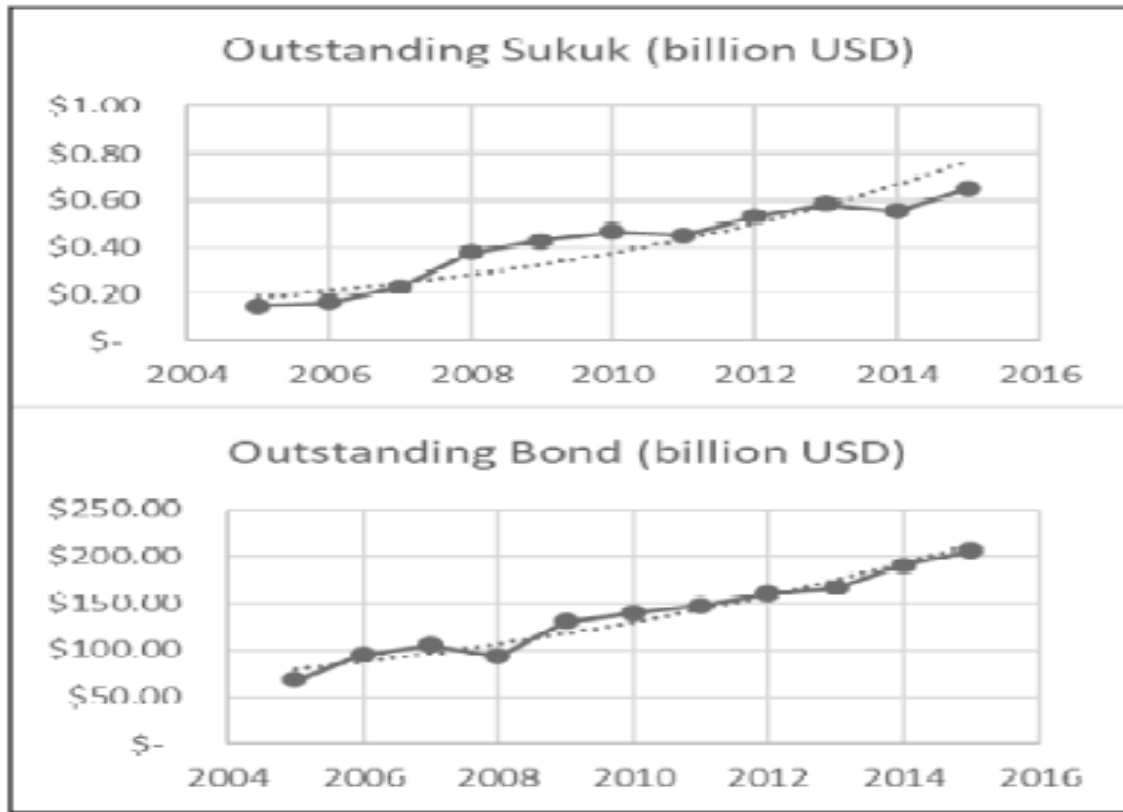
¹ tika arundina , rahmatina kasri, Impact of Sukuk Market Development on Indonesian Economic growth, International Journal of Applied Business and Economic Research, Volume15, number03, 2017, p03.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

2-2- تطور إصدار الصكوك الإسلامية في إندونيسيا مقارنة بالسندات التقليدية خلال الفترة 2002-2020.

يوضح الشكل التالي مكانة الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في إندونيسيا خلال الفترة 2004-2016.

الشكل رقم (03-10): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في إندونيسيا مقارنة بالسندات التقليدية خلال الفترة 2004-2016.



Source tika arundina , rahmatina kasri, Impact of Sukuk Market Development on Indonesian Economic growth, International Journal of Applied Business and Economic Research, Volume15, number03, 2017, p03

أظهرت التطورات في كل من سوق السندات والصكوك في إندونيسيا اتجاهًا إيجابيًا. ومع ذلك من حيث القيمة القائمة، لا يزال تطوير سوق الصكوك أقل بكثير من سوق السندات. لكن تطور سوق الصكوك له معدل

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

نمو أكبر من تطور سوق السندات التقليدية. على الرغم من أن حجم سوق السندات في المجمل أكبر بكثير من سوق الصكوك ، إلا أن معدل نمو الصكوك (14.3%) أكبر من معدل نمو السندات (9.87%).

ثانياً: نماذج لتجارب من دول مجلس تعاون الخليج.

1- المملكة العربية السعودية:

1-1- نشأة سوق الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية

نما واتسع سوق لصكوك في السعودي بشكل سريع كبيرة في السنوات الأخيرة، باعتبار الصكوك أداة تمويلية هامة تعتمد عليها الشركات، الحكومات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشاريعها بتكلفة منخفضة نسبياً، كما تضمن تقديم حماية لمحافظ المستثمرين بإعطائهم القدرة على تنويع المخاطر من خلال تزويدهم بأدوات استثمار ذات عائد دوري آمن ومخاطر أقل. وكانت أهم خطوة في إنشاء سوق الصكوك السعودي هي قيام شركة السوق المالية السعودية "تداول" بتقديم خدمات و أدوات مالية جديدة ،حيث طورت سوقاً آلياً لتداول الصكوك في سنة 2006، وهذا السوق يعد مركزاً يقوم فيه المشاركون من المستثمرين والمصدرين بتداول الأوراق مالية الاستثمارية ذات العوائد دورية والمخاطر الأقل من الموجودة عند تداول الأسهم، وقد تم إصدار أول صكوك لصالح شركة سابك في عام 2006 ، إلا أن التفاوض في السوق كان يقتضي عقد الصفقات خارج البورصة، ولم يتضمن على نظام لتنفيذ أوامر الشراء والبيع، إذ أن معظم الصفقات كانت تتم عبر إدارات الخزائنة في البنوك المحلية، مما أدى إلى غياب العمق في هذا السوق وانعدام الشفافية ونقص المعلومات التاريخية عن التداول الأمر الذي جعل تداول الصكوك ضعيفاً جداً، حيث لم يتجاوز عدد الصفقات الخاصة ببيع الصكوك المنفذة طيلة عام 2008 حوالي 85 صفقة، كما لم تتعدى قيمتها 1,3 ليون ريال، في حين بلغت قيمة التداول بسوق الأسهم ما يقارب 52 مليون صفقة بلغت قيمتها 2 تريليون ريال خلال نفس الفترة.¹

¹ السوق المالية السعودية، تاريخ الإطلاع 2022/03/15، سا 10:58

<http://www.tadwul.com.Sa/wps/portal/tut/p/c1/04>.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

1-2- خصائص سوق الصكوك الإسلامية في السعودية

سوق الصكوك السعودي يتميز بالعديد من الخصائص ويمكن ذكر البعض منها كما يلي:¹

- يسمح للمستثمرين بتداول الصكوك من خلال مؤسسات الوساطة المالية الحاصلة على الترخيص بذلك، أو باستعمال المحافظ الاستثمارية المستخدمة لتداول الأسهم نفسها.
- تسوية الصفقات تتم خلال يومي عمل انطلاقاً من تاريخ تنفيذ الصفقة (t+2).
- يشمل سعر الصك على ثلاثة خانة عشرية، مثل 101.501 %.
- وحدة التغير المعتمدة في السعر هي 0,001 %.
- اعتماد نسبة تغير مفتوحة في السعر.

1 - لعمولة التداول الذي تحصله شركات الوساطة على عمليات شراء وبيع الصكوك في السوق حدها الأعلى عشر نقاط أساس أي ما يقارب واحد من الألف 0,001 من قيمة الصفقة المنفذة، على أن يكون الحد الأدنى للعمولة 500 ريال سعودي.

1-3- طبيعة الصكوك المتداولة في سوق الصكوك الإسلامية في السعودية

تنوع الصكوك الموجودة في سوق تداول السعودي، ويمكن ذكرها على النحو التالي:²

- صكوك سابك:

أول إصدار للصكوك الإسلامي في الشركة السعودية للصناعات الأساسية " سابك " كان بتاريخ 2006/7/4 وتنتهي عام 2026 إلكترونيا عن طريق سبعة بنوك إقليمية ومحلية ، حيث حددت الشركة في نشرة الإصدار أربعة أيام خلال السنة كمدة للتوزيع الدورية للصكوك، وتعهدت الشركة في النشرة ذاتها بشراء الصكوك من حملتها بسعر شراء محدد مسبقاً يتناقص مع الوقت في المدة المخصصة للتوزيعات الدورية كل خمسة سنوات، وتجدر الإشارة هنا إلى أن السوق المالية السعودية قامت بإيقاف تداول الإصدار الأول لسابك بتاريخ 2011/7/15 بناء على طلب الشركة سابك وذلك بشراء (استرداد) الصكوك من جميع حملتها للإصدار الأول. وقد كان الثاني إصدار لشركة سابك سنة 2007 بلغت قيمته 8 مليار ريال سعودي ، تم إدراجها في السوق المالية السعودية وفقاً لأحكام وشروط

¹ السوق المالية السعودية ، تاريخ الإطلاع 2022/03/15، سا 11:15.

² <http://www.tadwul.com.Sa/wps/portal/tut/p/c/1/04> السوق

² زكية بوسته، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017-2018، ص 226-232.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

هذه لصكوك، إلا أنه تم إيقافها بناءً على موافقة هيئة السوق المالية السعودية على طلب سابق (استردادها) من جميع حملتها، في حين تم إلغاء الإدراج اعتباراً من الأحد سنة 2012. وكون شركة سابق شركة قابضة تمتلك حصصاً كبيرة في مجموعة من الشركات المنتجة للبتروكيماويات حيث تقارب هذه الحصص % 20 من مجموع الأسهم لبعض الشركات، وحوالي 90% من أخرى. وقد وقعت سابق مع جميع هذه الشركات اتفاقية تسمح لها لوحدها الحق في تسويق منتجات هذه الشركات على مستوى العالم، مقابل رسوم تحتسب كنسبة من المبيعات، فيما تنازلت هذه الشركات عن حقها في تسويق المنتجات، مما أعطى هذا امتيازاً خاصاً لشركة سابق طيلة مدة الاتفاق والمقدرة بعشرين سنة، عليه قامت شركة سابق ببيع هذا الامتياز إلى حاملي الصكوك، بالوكالة عنهم تقوم بالتسويق بأجرة متفق عليها، فالأجرة المنصوص عليها في اتفاقية التسويق من نصيب حملة الصكوك، والأجرة التي تحصل عليها سابق متفق عليها في اتفاقية إصدار الصكوك، وبعد نهاية الخمس سنوات الأولى تعرض سابق على حاملي الصكوك رغبتها في شراء حق التسويق منهم بثمان يساوي 90% من المبلغ الأصلي الذي دفعته ثمناً لها، فإذا وافق أغلبية حاملي هذه الصكوك على ذلك جرى البيع ويتم إطفاء الصكوك، أو تستمر لخمس سنوات أخرى حتى يأتي العرض الآخر بالشراء وفي هذه المدة يكون ثمن الشراء 80% من المبلغ الأصلي.

- صكوك الهولندي:

أصدرت هذه الصكوك وفق صيغة مضاربة انتهت سنة 2019، تم استثمار رأس مال من طرف المصدر (بصفته المضارب) في محفظة الأعمال الإسلامية العائدة له وقد قامت السوق المالية السعودية بإلغاء إدراج صكوك البنك السعودي الهولندي، بعد أن قام البنك باسترداد شهادات المضاربة - الصكوك - الخاصة به لعام 2019، وذلك بنهاية السنة الخامسة من إصدارها 31 ديسمبر 2014.

- صكوك الشركة العربية للبتروكيماويات (سبكيم)

قامت الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات في سنة 2011 بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 1800 مليون ريال سعودي بقيمة إسمية بلغت بـ 100000 ريال سعودي، تاريخ استحقاقها 2016. إذ يقوم المصدر بالبيع إلى الوكيل عن حملة الصكوك منفعة غير مجزأة من أعمال المصدر الحالية والمستقبلية، بما في ذلك، ومن بين أمور أخرى، الحق في المشاركة في التوزيعات وأية دفعات أخرى يتم تسديدها من قبل أي شركة تابعة إلى المصدر عند استلامها من قبل المصدر.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

2- صكوك شركة ارامكو توتال العربية للخدمات- صكوك ساتورب

تأسست بتاريخ 2008/09/06 م شركة ارامكو السعودية توتال للتكرير والبتروكيماويات (ساتورب) شركة ذات مسؤولية محدودة ، كما تأسست بتاريخ 2010/08/02 شركة ارامكو توتال العربية للخدمات فقد بهدف دعم مشاريع ساتورب وتقوم بإبرام الصفقات المتعلقة بالصكوك فقط ، ولا يوجد لشركة ارامكو توتال العربية للخدمات عمليات سابقة ولم تتكبد منذ تأسيسها أية التزامات كبيرة، كما لن تتكبد أية التزامات أو عمليات كبيرة إلا فيما يتعلق بالصكوك ، وقد تم إدراج صكوك ساتورب بسوق تداول السعودي بتاريخ 2011/10/31. تعتبر الهيكلة الشرعية لصكوك ساتورب عبارة عن اندماج لتغطية تعاقدية لاستصناع وإجارة مع مشاركة متداخلة بين اثنين .وتقدر قيمة الإصدار الإجمالية 3749 :مليون ريال سعودي، أصدرت بتاريخ 2011/10/09 ، ومن المفترض أن اطفاؤها في 20 ديسمبر 2025 م، و يكون لدى شركة ارامكو توتال العربية للخدمات أيضا الحق لاسترداد الشهادات جميعها ولكن ليس جزئيا في أي تاريخ توزيع مرحلي بعد الذكرى خمس سنوات من تاريخ الإصدار وفقا للشروط.

3- صكوك أوركس:

بتاريخ 16 جانفي 2001 م تم تأسيس شركة اوركس للتأجير التمويلي وتعتبر الشركة الأولى من نوعها في مجال التأجير التمويلي في السعودية، وهي شركة مساهمة مغلقة ومفوضة لتوفير تمويل متوسط الأجل لأصول كل القطاعات الاقتصادية المنتجة، مع تأكيد خاص على خدمة المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم. قامت هذه شركة بإصدار صكوك استثمار تستحق بتاريخ 26 ديسمبر 2015 ، وتمثل صكوك الاستثمار من قبل حاملي الصكوك في نشاط تجاري قائم أو موجودات تابعة للمصدر توفر تدفقات نقدية، قدر إجمالي القيمة الاسمية للصكوك المطروحة ب 240 مليون ريال سعودي، وحدد الحد الأدنى لشراء الصكوك بقيمة مليون ريال، وبذلك سيكون الحد الأدنى للصكوك 10 صكوك، في حين سيكون الحد الأقصى هو 2400 صك، بفئات إصدار تقدر ب 100000 ريال سعودي.

4- صكوك الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري

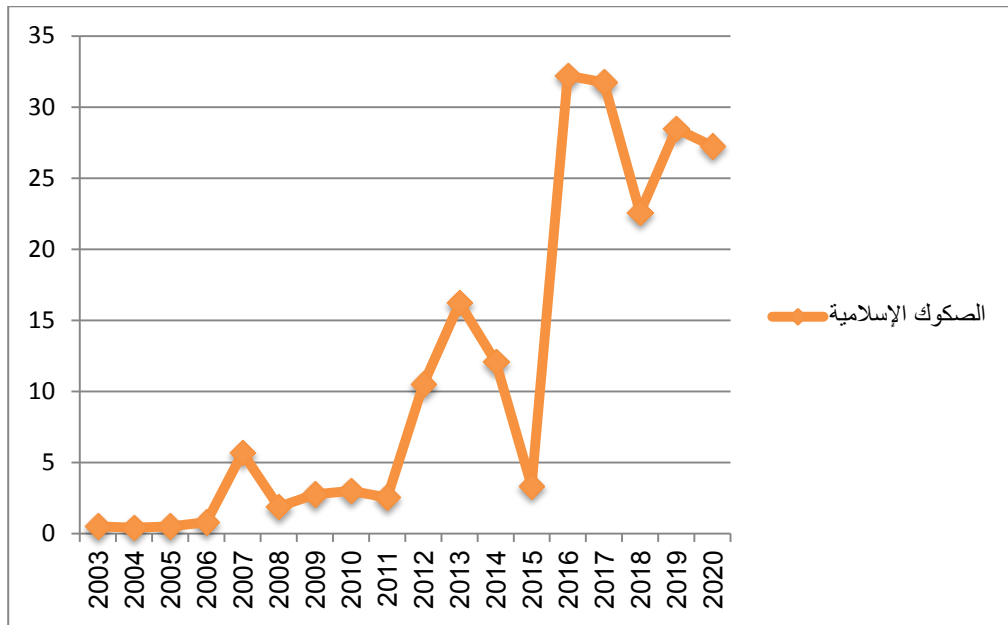
تم إنشاء الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري بتاريخ سنة 1979 ،تقدم الشركة خدمات الخطوط العامة ونقل النفط والبتروكيماويات والشحن عام وخدمات الحاويات وتأجير السفن وإصلاح الحاويات وإدارة السفن، بالإضافة إلى شراء البواخر ووسائل النقل العائمة وبيعها واستغلالها للإسهام في نقل البضائع المنتجة إلى المملكة، أما عن نوع صكوك البحري المصدرة بتاريخ 2015-07-30 فهي من نوع: مراجعة/مضاربة، بقيمة إصدار إجمالية تقدر ب 3.9 مليار ريال سعودي وبتاريخ انتهاء 2022/07/30.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

1-4- تطور الصكوك الإسلامية في السعودية خلال الفترة (2001-2020).

تعتبر السعودية من الدول الرائدة في مجال التمويل الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص، إذ تحتل المركز الثاني بعد ماليزيا في مجال التصكيك الإسلامي بما يقارب 12.27% من إجمالي الاصدارات خلال الفترة 2001-2020. والشكل الموالي يوضح تطور اصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2003-2020.

الشكل (03-11): اصدارات الصكوك الإسلامية في السعودية خلال الفترة 2003-2020.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

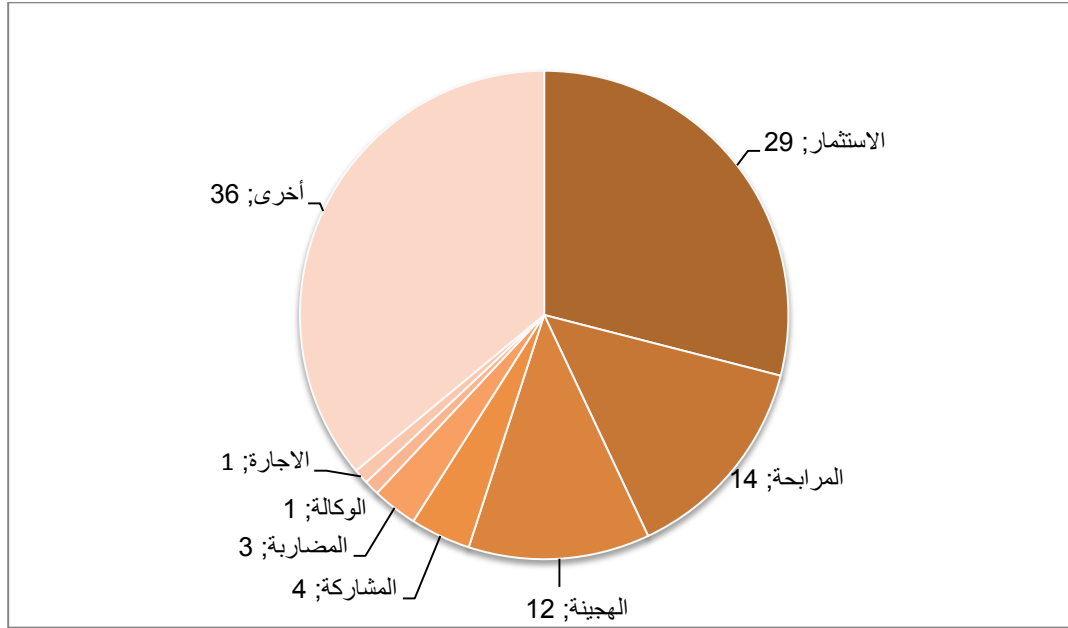
من خلال الاحصاءات الواردة في الشكل المبين أعلاه نجد أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في السعودية قد شهدت نمو وازدهار كبيرين خلال العقد الأخيرين، مدار الفترة الممتدة من 2001 إلى 2020 تخلله انهيارين الأول كان سنة 2008، وذلك راجع للأزمة المالية العالمية مما أثر على مختلف الأسواق منها سوق رأس المال السعودي، أين انخفضت ثقة المستثمرين في الأدوات الاستثمارية بما فيها الصكوك الإسلامية كردة فعل طبيعي للركود الاقتصادي الذي مس الاقتصاد العالمي خلال الأزمة وما انجر عنه من معدلات الاستثمارات المحلي والعالمي. أما الانهيار الثاني كان سنة 2014 و2015 والذي كان راجعا لتراجع أسعار النفط.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

1-5- تطور الصكوك الإسلامية في السعودية حسب الصيغة ومجالات تطبيقها

سعت السعودية إلى تنويع صيغ إصدار الصكوك الإسلامية والاستفادة منها في العديد من القطاعات والشكلين الماليين يوضحان ذلك.

- الشكل (03-12): تطور الصكوك الإسلامية في السعودية حسب الصيغة لسنة 2018.

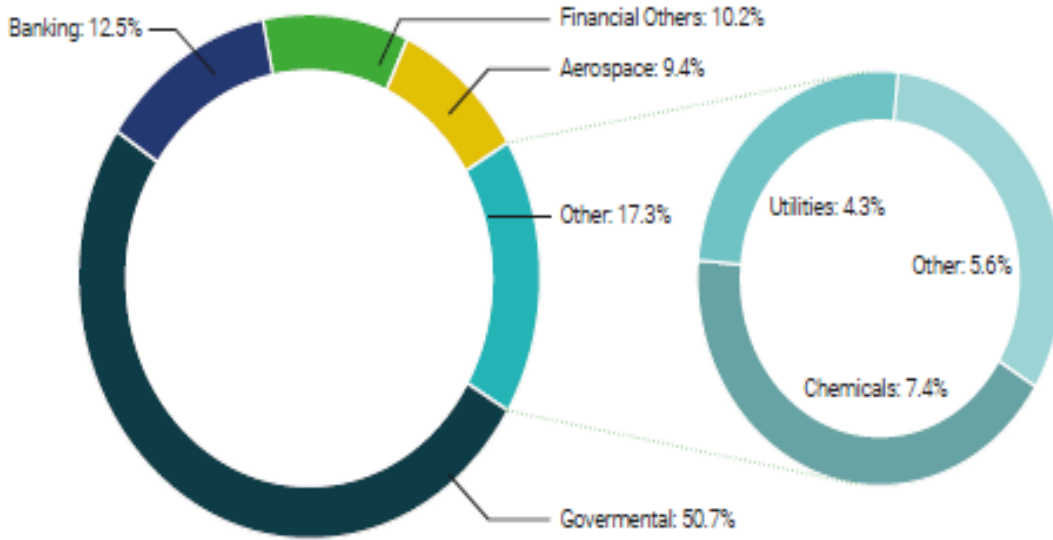


Source :ISLAMIC RESEARCH AND TRAINING INSTITUTE, ISLAMIC FINANCE IN SAUDI ARABIA: Leading the Way to Vision 2030,2020,p59

يلاحظ من خلال الشكل التنوع الكبير في تشكيلة صيغ إصدارات الصكوك في السعودية لسنة 2018. وتشكل صكوك الاستثمار والمرابحة والمهجنة الجزء الأكبر من إجمالي الإصدارات، إذ بلغت نسبتها على التوالي 29، 14، 12 بالمئة، أي ما يفوق نصف إصداراتها الإجمالية، فيما بلغت نسبة إصدارات المشاركة، المرابحة، الإجارة والوكالة بالاستثمار 4، 3، 1، 1 بالمئة على التوالي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

2- الشكل (03-13): هيكل تطبيقات الصكوك الإسلامية في السعودية لسنة 2018



Source :ISLAMIC RESEARCH AND TRAINING INSTITUTE, ISLAMIC FINANCE IN SAUDI ARABIA: Leading the Way to Vision 2030,2020,p60

يلاحظ من خلال شكل هيكل الصكوك السعودية حسب القطاع في السعودية لسنة 2018، أن قطاع الحكومة يستحوذ على ما يفوق 50 بالمئة، يليه قطاع المصارف بنسبة 12.5 بالمئة، أما القطاع المالي و قطاع الفضاء فقدت نسبة الاستثمار بها 10.2 و 9.4 بالمئة على التوالي، أما المرافق و الكيماويات فقد خصص لها ما يقارب 5 بالمئة.

2- تجربة الإمارات

1-2- نشأة سوق الإمارات العربية للأوراق المالية ومكوناته:

تم إنشاء سوق الإمارات العربية للأوراق المالية سنة 1986، حيث أصدر البنك المركزي قراره بشأن نظام وسطاء بيع شراء الأسهم والسندات بالدولة، وفي 01-02-2000 تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم 2000/04 وذلك للإشراف على نشاط سوق الأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما، وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك تعد هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع هيئة عامة تتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري وبصلاحيات الرقابة والتنفيذ اللازمة لممارسة

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

مهمها، وبعدها تم تأسيس سوق دبي المالي، وكذا سوق أبوظبي للأوراق المالية في نفس السنة ، وقد عملت الهيئة على تحقيق الربط الإلكتروني بينها ، وذلك من خلال تدشين شاشة السوق الإماراتي للأوراق المالية والإصدار اليومي لمؤشر يعبر عن كل ما يتعلق بالتداولات التي تم إجرائها على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً، وأطلق عليه اسم "مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية" كما يعرف كذلك باسم "مؤشر هيئة الأوراق المالية والسلع" والذي يعتبر حالياً المؤشر الرسمي لدولة الإمارات العربية المتحدة¹

2-2- مكونات سوق الإمارات العربية للأوراق المالية:

يتكون سوق الإمارات العربية للأوراق المالية من مجموعة من هيئة رقابية وسوقين مالين ويمكن ذكرهم كما يلي:²

- هيئة الأوراق المالية والسلع:

تمارس الهيئة دوراً هاماً يتمثل في سن التشريعات والرقابة على سوق الأوراق المالية والسلع في الدولة، وذلك من خلال الصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة الممنوحة لها لإنجاز مهمها، وتعمل على إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في هذه الأوراق المالية والسلع بما يفيد مصلحة الاقتصاد الوطني، ويضمن تفاعل قوى الطلب والعرض من أجل تحديد الأسعار العادلة وحماية المستثمرين إضافة لنشر الوعي الاستثماري بما يحقق الاستقرار الاقتصادي والمالي.

- سوق دبي للأوراق المالية:

أسس سوق دبي المالي سنة 2000، بموجب القرار الوزاري الاقتصادي رقم 14 كمؤسسة عامة تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة، يعتبر سوق دبي المالي سوقاً ثانوياً للتعامل بالأوراق المالية المصدرة من طرف شركات المساهمة العامة والسندات المصدرة من الحكومة الاتحادية أو أية حكومة محلية أو وحدات صناديق الاستثمار والمؤسسات العامة في الدولة وكذا الأدوات المالية المحلية أو الأجنبية الأخرى والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، باشر هذا السوق نشاطه لأول مرة في سنة 2000. المجلس التنفيذي لإمارة دبي في سنة 2005 تحويل

¹ بدروني هدى، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية - دراسة لتجارب دولية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلوي، الشلف، الجزائر، 2016-2017، ص. 178.

² المرجع نفسه، ص. 179.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

هذا السوق إلى شركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأس مال بلغ 8 مليار درهم إماراتي و طرح 20% كنسبة من رأس مال السوق للاكتتاب العام أي ما يعادل 1.6 مليار درهم. إذ يعتبر أول سوق مالي طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط ، وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية كما يعتبر أو سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم.

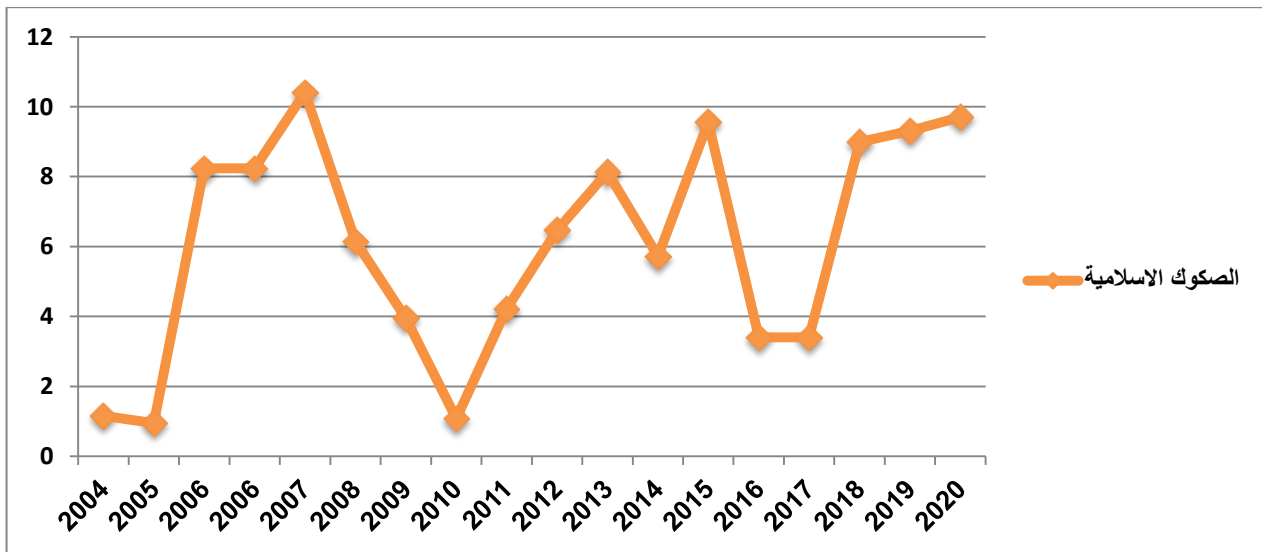
- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

تأسس سوق أبو ظبي للأوراق المالية سنة 2003 بموجب القانون المحلي رقم (03) ، وهدف هذا السوق إلى إتاحة الفرص لاستثمار الأموال والمدخرات في الأوراق المالية بما يخدم ويفيد مصلحة الاقتصاد الوطني ويضمن سلامة المعاملات ودقتها، ويضمن أيضا تفاعل قوى الطلب والعرض لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يحقق سلامة التصرفات والإجراءات وتنمية الوعي الاستثماري و يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات الانتاجية.

2-3 تطور اصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية.

تعتبر الإمارات من الدول السبّاقة في تبني الصكوك الإسلامية، والشكل المالي يوضح تطور حجم اصداراتها خلال الفترة 2004-2020.

الشكل رقم (03-14): تطور اصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

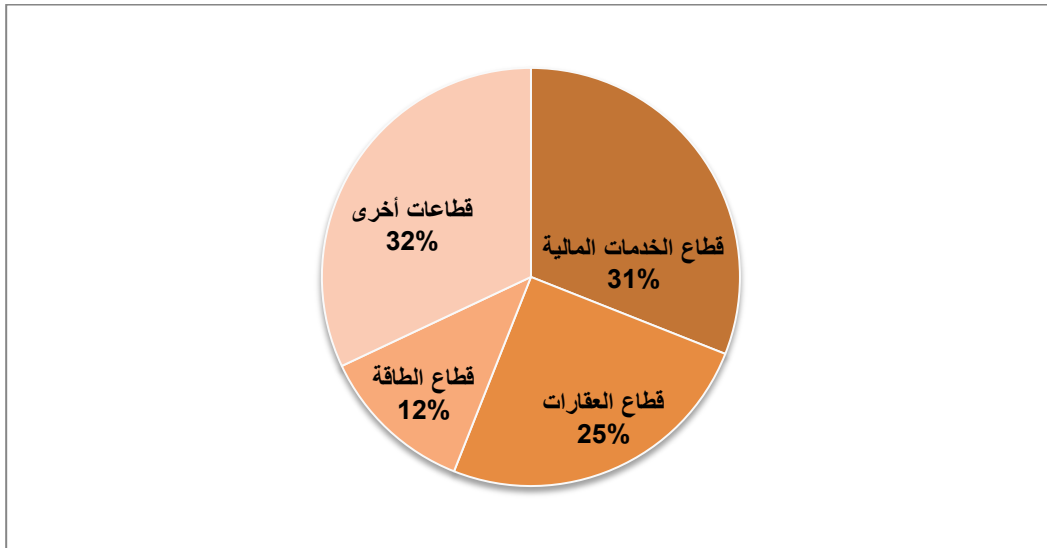
الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

من خلال الاحصاءات الواردة في الشكل المبين أعلاه نجد أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي في الإمارات وعلى مدار الفترة الممتدة من 2001 إلى 2020 تخلله انهيارين الأول كان سنة 2008، وذلك راجع للأزمة المالية العالمية مما أثر على مختلف الأسواق منها سوق رأس المال الإماراتي، أين انخفضت ثقة المستثمرين في الأدوات الاستثمارية بما فيها الصكوك الإسلامية كردة فعل طبيعي للركود الاقتصادي الذي مس الاقتصاد العالمي خلال الأزمة وما انجر عنه من معدلات الاستثمارات المحلي والعالمي. أما الانهيار الثاني كان سنة 2014 و2015 والذي كان راجعا لتراجع أسعار النفط.

2-4- توزيع اصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات العربية المتحدة

ركزت الإمارات العربية المتحدة على توجيه اصدارات الصكوك الإسلامية إلى عدة قطاعات والشكل الموالي يوضح نسبة استفادة كل قطاع منها:

الشكل (03-15): توزيع استخدامات الصكوك الإسلامية في الإمارات لسنة 2016.



المصدر: عيسى يوسف بازينة، منى حسن اسميو، الصكوك الإسلامية والممارسات الدولية، مجلة بيت المشورة، العدد 09، 2018، قطر، 2018، ص 185.

تتوزع اصدارات الصكوك الإسلامية في الإمارات على ثلاثة قطاعات أساسية تتمثل في قطاعات المالية والذي قدرت حصته ب 31 في المائة، يليه قطاع العقارات قدرت حصته من اجمالي الإصدارات ب 25 بالمائة، قطاع الطاقة فقد استحوذ على 12 بالمائة أما باقي الاصدارات المقدره ب 32 بالمائة فتتوزع على استثمارات وقطاعات اخرى.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

ويمكن ذكر أهم المشاريع الاستثمارية التي ساهمت الصكوك الإسلامية في تمويل تمويلها كما يلي:

- مجمع لصناعات الحلال

أنشأت حكومة دبي مع مدينة دبي الصناعية والمناطق الاقتصادية العالمية بالتعاون مجعاً للصناعات الحلال، ليكون قاعدة للشركات العاملة في التصنيع ونقل الأطعمة ومنتجات العناية الشخصية ومستحضرات التجميل الحلال، وبذلك يكوناًتاح فرصة لتطوير مناطق خاصة لصناعة الحلال ويسمح لها الاستفادة من السوق العالمية المتنامية لمنتجات الحلال، وقد توقعت لوحدة الأبحاث في مجلة " ذا إيكونوميست " بلوغ قيمة واردات الأطعمة الحلال إلى دول مجلس التعاون الخليجي في سنة 2020 م نحو 53 مليار دولار، تصل تقديرات واردات دولة الإمارات العربية المتحدة وحدها منها إلى 4.8 مليار دولار.

- مشروع " سلمى " لتوفير الإغاثة الغذائية الحلال: هذا البرنامج هو نتيجة لشراكة بين مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي ومؤسسة الأوقاف وشؤون القصر في دبي وكذا مؤسسة نور أوقاف مع برنامج الأغذية للأمم المتحدة، حيث قام هذا البرنامج بإدارة إنتاج مغلفات وجبات حلال طويلة الأمد لتقديهما للمحتاجين من ضحايا الحروب والنزاعات والكوارث.

- المركز التكنولوجي لريادة الأعمال: أنشأت سلطة واحة دبي للسيليكون مسابقة " يوم رواد الأعمال " التي تمنح للشركات الناشئة في الإمارات فرصة لتلقي الدعم من حاضنة واحة السيليكون "سيليكون أواسيس فاوندرز، والسفر إلى وادي السيليكون بالولايات المتحدة الأمريكية للانضمام إلى برنامج " مختبرات الشرق الأوسط لتطوير التكنولوجيا "التطويري الخاص برواد الأعمال في منطقة الشرق الأوسط.

- المدن الخضراء:

تعتبر الصكوك الخضراء والتي تم إطلاقها عام 2015 م أحد المحطات الرئيسية التي تركز عليها استراتيجية دبي للطاقة النظيفة لعام 2050 م، إذ تضمنت الاستراتيجية تأسيس صندوق دبي الأخضر بقيمة قدرت بمئة مليار درهم، من أجل تمويل الاستثمارات في قطاع الطاقة النظيفة، مثل مولد الطاقة الشمسية والذي يعتبر الأكبر في العالم بقدرة إنتاج ستبلغ 5000 ميغا واط سنة 2030 م، وإدارة النفايات، وإعادة النظام البيئي وحمايته السياحة البيئية، والطاقة المتجددة والنجاعة الطاقية، وغيرها من الآليات التي يمكنها المساهمة في حل مشكلة البطالة لدى الشباب وتحسين ظروف عيش بشكل عام، إضافة إلى الرفع من مستوى الخدمات الأساسية من خلال التعليم والتدريب في شتى المجالات، وذلك من خلال الشراكة مع المؤسسات المالية و توفير حلول تمويلية مبتكرة لدعم المشاريع الخضراء على المستوى المحلي والعالمي، وعليه تم فتح تعاون مشترك بين كل من هيئة كهرباء ومياه دبي وشركة الصكوك الوطنية لإطلاق صندوق تمويلي أخضر سنة 2017 م بقيمة 2.4 مليار درهم ن والذي سوف يكون له دور

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وهو ما يعد خير دليل على مساعي والتزام الدولة بتعزيز التمويل الأخضر بالصكوك.¹

- **تمويل هيئة الكهرباء ومياه دبي:** قام بنك دبي الإسلامي بتوقيع اتفاقية مع هيئة الكهرباء ومياه دبي لتمويل السيارات الكهربائية ضمن متجر (ديوا) سنة 2019، ومن شأن ذلك تشجيع المتعاملين مع الهيئة على شراء سيارات صديقة للبيئة.

- **تمويل شركة طيران الإمارات:** حصلت الشركة على تمويل من إصدار الصكوك الإسلامية بقيمة 600 مليون دولار بصيغة الإطفاء على مدى 10 سنوات وتستحق في مارس 2028، وتستخدم شركة طيران الإمارات حصيلة هذه الصكوك في شراء الطائرات وتمويل رأس المال العامل.²

3- تجربة البحرين:

تعتبر التجربة البحرينية من أهم الدول السبّاقة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، حيث بلغت قيمة إصداراتها 39 مليار دولار، أي ما يعادل 2.77 % من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية خلال الفترة 2001-2020، وتحتل بذلك المرتبة الخامسة عالميا من حيث الإصدارات.

3-1 الجهود البحرينية في تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية:

بموجب المرسوم الملكي رقم (23) تم تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) في البحرين عام 2002، كهيئة محايدة لا تهدف لتحقيق الربح بل لتطوير البنية التحتية، من خلال الجهود المشتركة للبنوك المركزية في كل من البحرين ، ماليزيا ، السودان ، اندونيسيا و بروناي إضافة إلى البنك الإسلامي للتنمية. واتخذت البحرين كمقر لها كونها من أكبر مراكز المؤسسات المالية الإسلامية، حيث يوجد بها 38 مؤسسة والعديد من المؤسسات المساندة للمؤسسات المالية الإسلامية مثل (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مركز إدارة السيولة، الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومركز التحكيم والمصالحة الإسلامي.³

¹ راضية لسود، وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، المجلد 01، عدد خاص، 2018، ص 68.

² عبد الغني مخلق، الطيب بولحية، الصكوك الإسلامية بديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر على ضوء التجربة الإماراتية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 01، مارس 2021، ص 432.

³ نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص 259.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

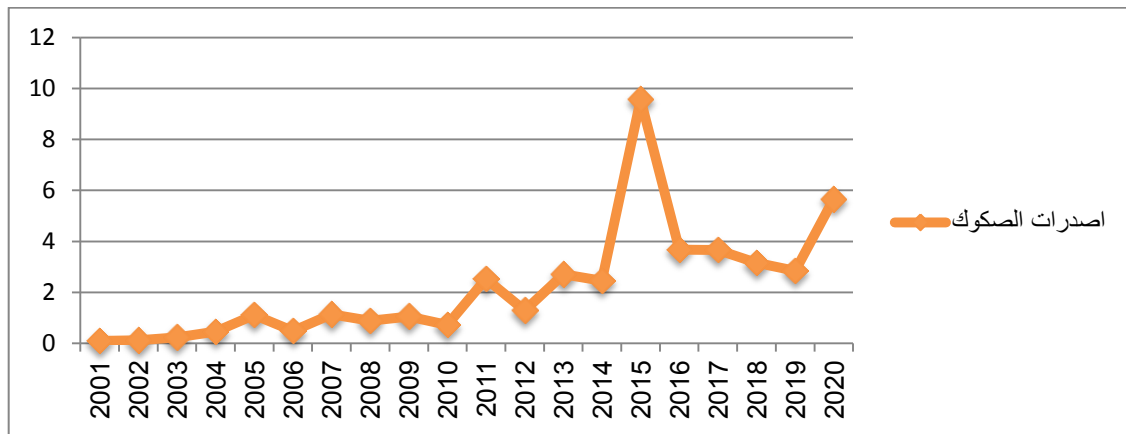
كما تهدف هذه الهيئة إلى إقامة بيئة نشطة ومنظمة تنظيماً جيداً لتدفقات رأس المال التجارية من خلال مجموعة متكاملة من الأدوات المالية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية على الصعيد الدولي، وكذا تحفيز كل من البنية التحتية التجارية الوطنية والدولية على حد سواء، وابتكار المنتجات، وتدقيق المعلومات ضمن معايير وشفافية ومبادئ توجيهية ومنظمة بشكل جيد قوية، وتعزيز القبول والتكامل بين الأسواق الرئيسية.¹

وتركز السوق المالية الإسلامية الدولية على إيجاد مجموعة خدمات محددة ذات قيمة عالية للصناعة المالية الإسلامية أهمها نشر وثائق مالية عملية وتأكيدات المنتجات جاهزة للاستخدام على مستوى العالم متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وأيضاً نشر مذكرات إرشادية تشغيلية ذات صلة بالوثائق وتأكيدات المنتجات المنشورة بالإضافة إلى اعتمادات الهيئة الشرعية وكذلك الآراء القانونية الخاصة بالولاية القضائية.²

3-2- تطور إصدارات الصكوك الإسلامية ومكانتها في البحرين

تحتل البحرين مركزاً هاماً في سوق الصكوك الإسلامية منذ بدايته، إذ تعتبر من أول دول مجلس التعاون الخليجي التي أصدرت الصكوك والشكل الموالي يوضح تطور إصداراتها خلال الفترة 2001-2020.

الشكل رقم (03-17): تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في البحرين (2001-2020)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (1)

¹ السوق المالية الإسلامية الدولية، تاريخ الإطلاع 2022-03-07، سا 11:39، على الموقع الإلكتروني: <https://www.iifm.net/>

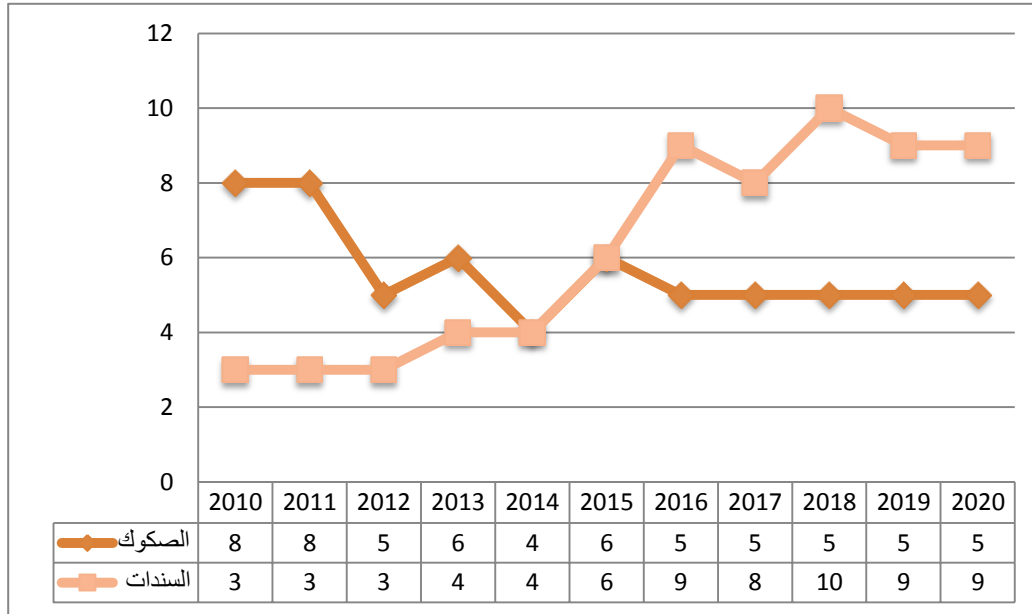
² المرجع نفسه.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

من خلال الاحصاءات الواردة في الشكل المبين أعلاه نجد أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية البحرين قد شهدت نمو وازدهار كبيرين خلال العقدین الأخيرین، حيث شهدت الصكوك الإسلامية تزايداً وانتعاشاً كبيراً سنة 2010 وذلك راجع لإنشاء السوق المالية الدولية الإسلامية في البحرين، وسعي السلطات البحرينية لجعلها مركزاً مالياً إسلامياً.

ويمكن توضيح مكانة الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في البحرين من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-18) تطور الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات في البحرين (2010-2020)



المصدر: تقارير بورصة البحرين لسنة (2010-2020).

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن عدد الصكوك الإسلامية أكبر من السندات خلال الفترة 2010-2013، للتساوي خلال السنتين 2014 و2015، أما خلال الفترة 2016-2020 فيلاحظ محافظة الصكوك الإسلامية على إصداراتها فيما يلاحظ تزايد إيجابي في عدد السندات التقليدية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

المطلب الثالث: عوامل انتشار الصكوك الإسلامية وتحدياتها

لا تزال صناعة الصكوك الإسلامية تشهد المزيد من النمو والازدهار والانتشار حيث باتت تشكل أحد أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية ويرجع ذلك للعديد من العوامل، بالرغم من مواجهتها العديد من التحديات ونوضح فيما يلي أهم عوامل انتشارها وبرز التحديات التي تواجه ذلك .

أولاً: عوامل انتشار الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي.

- تعتبر الصكوك أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة التي عرفت تطوراً هائلاً وانتشاراً واسعاً تعدى الدول العربية والإسلامية ليصل إلى الدول الغربية لأن الصكوك الإسلامية تحتل أهمية كبرى من الناحية الاقتصادية، ويرجع الإقبال المتزايد على إصدار الصكوك إلى عدة أسباب نذكر منها:
- ساهم تراكم الفوائض المالية العربية خاصة في دول مجلس التعاون الخليجي قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 م الناتج عن الطفرة البترولية ، وهو ما جعل المؤسسات المالية الإسلامية ب هذه الدول تبحث عن فرص لاستثمار وتوظيفها من خلال أدوات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية.
 - إدراك الدول أهمية سوق الصكوك الإسلامية ، جعلها تسعى إلى استقطاب مدخرات دول مجلس التعاون الخليجي بهدف رفع العوائد من جهة ، وتنويع الاستثمارات من جهة أخرى.
 - أدت الأزمة المالية العالمية أزمة الرهن العقاري سنة 2008 إلى إفلاس وانحيار العديد من البنوك التقليدية العريقة بينما لم تؤثر على البنوك الإسلامية و الأدوات المالية الإسلامية إلا بشكل خفيف، وسرعان ما تجاوزتها، وهو ما عزز ثقة المستثمرين فيها وزاد من تنافس دول الغرب على الصيرفة الإسلامية بشكل عام، و الصكوك الإسلامية بشكل خاص.¹
 - الحاجة الكبيرة لتوفير رؤوس الأموال الكبيرة اللازمة لتمويل المشروعات التنموية الضخمة خاصة مشاريع الطاقة، والتشييد والإعمار العقاري.
 - توفر الاطار الشرعي والمحاسبي والممارسات ذات الطبيعة المناطة التي تنظم اصدار وتداول الصكوك.
 - تحقيقها عوائد مرتفعة نسبيا مقارنة بالأدوات المالية الأخرى عزز إصدار وتداول الصكوك الإسلامية من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين بسبب.

¹ شكري رجب العشماوي، الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية، دائرة المالية، دبي، دس، ص 14.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

- الدعم الذي تلقاه سوق الصكوك الإسلامية من طرف الحكومات ، ويتجلى ذلك في تشريع القوانين المنظمة للصكوك ، أو إصدارها و تغطيتها بواسطة البنوك المركزية.
- إمكانية تطوير الأدوات والآليات والمنتجات المصرفية الإسلامية من طرف المصارف الإسلامية، مما ساعد في انتشارها بسرعة، إذ أن صيغ التمويل الإسلامية تتميز بمرونة عالية وتتناسب حالات تمويلية عديدة يقدمها المصرف الإسلامي.¹

ثانيا: تحديات الصكوك الإسلامية.

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محليا ودوليا على تداول الصكوك الإسلامية، فإنه لم يرافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض. ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطور الصكوك الإسلامية ما يلي:

- الاختلافات الفقهية:

هناك اختلافات كثيرة في القضايا الفقهية على المستويين المحلي والإقليمي، وذلك يبرز في عدم توافق فتاوى بعض الفتاوى الصادرة من الهيئات الشرعية والرقابية على² ، إضافة إلى تشدد من قبل بعض الفقهاء الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرها، إذ أحيانا في يجرمون هذه الصكوك لأقل الشبهات، وهو ما قد يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك وتراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر وانخفاض الأرباح.³

- الشفافية: تقتضي الضرورة أحيانا القيام بتصنيف ائتماني للصكوك ، من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة ندوق النقد الدولي، ومؤسسات مالية دولية أخرى، وذلك يشكل تكلفة أكبر على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة.

- نقص الموارد البشرية المؤهلة:

يشكل نقص الموارد البشرية المؤهلة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، تهديدا كبيرا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعرقل أحيانا نمو وتطور تداول الصكوك ، إذ أدى عدم توفر الكوادر البشرية المؤهلة لدى المصارف الإسلامية إلى استحواذ المصارف الأجنبية على الكثير من إصدارات الصكوك الإسلامية.

¹ لمسلف عبلة، صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات، مجلة دراسات اقتصادية، العدد02، 2015، ص158-159.

² نورة مبروك، واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها- تقييم التجربة الماليزية-، واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى الدولي حول: الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، الأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)، اسطنبول، تركيا، 8 و9 نوفمبر 2019، ص353.

³ نجلاء عبد المنعم، هنيذة بوبكر، أثر آليات تطبيق الصكوك السيادية الإسلامية على النمو الاقتصادي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمي، العدد102، نوفمبر 2020، ص106.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

- غياب الإطار التنظيمي والتشريعي الموحدة:

يعتبر توحيد مختلف القوانين والضوابط عائق أمام سوق الصكوك، إذ طهرت العديد من الاختلافات الفقهية حول بعض الأنواع من الصكوك، إن وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، واللوائح والتعليمات الصادرة عن السوق المالية الإسلامية الدولية التي تقنن وتنظم عمليات إصدار الصكوك بالإضافة إلى مختلف القوانين الصادرة عن الحكومات والبنوك المركزية في بعض الدول بات لا بد منه¹.

- الاعتماد على التمويل قصير الأجل:

لقد عانت البنوك الإسلامية تاريخياً من الاعتماد المفرط على سوق التمويل قصير الأجل، وخاصة في شكل مرابحة. نظراً لربحها المضمون وانخفاض مستوى المخاطرة، بالإضافة إلى عدم تجميد الأموال ودورانها السريع، فإن المرابحة لا تتوافق مع الدور التنموي الممنوح لهذه البنوك. وقد اعتمد التطور الحقيقي بشكل أساسي على إنشاء المشاريع الإنتاجية وتشغيل القوى العاملة بشكل دائم. ولن يتحقق التغلب على هذه العقبة إلا من خلال التمويل متوسط الأجل وطويل الأجل، الذي يتجسد عادة في المضاربة والمشاركة. ومع ذلك، بعد تنبيهات متعددة للبنوك الإسلامية، تم تقويض مبررات الاعتماد على المرابحة والتي بدورها انخفضت نسبتها. وتتراوح حالياً بين 35% و 40% من إجمالي التمويل المصرفي بعد أن كانت قريبة جداً من 80 - 90% في بداية عمل هذه البنوك. ربما يساعد انتشار إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في أسواق البورصة مستقبلاً، البنوك الإسلامية على حل مشكلة الاعتماد على التمويل قصير الأجل، لإمكانية تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل الممثلة في الصكوك، مع مراعاة ضرورة توافرها مع ضوابط الشريعة الإسلامية².

- تكاليف إصدار الصكوك الإسلامية:

هناك بعض الاعتبارات التي يجب أخذها في الحسبان لعمليات إصدار الصكوك الإسلامية، حيث قد تكون تكاليف عمليات إصدارها عالية. ويرجع ذلك إلى أن التكلفة لا تشمل فقط تكلفة التمويل نفسه، بل تكلفة وقت التنظيم والوثائق اللازمة لذلك. كما يشمل توفير القدرات الإدارية والبشرية التي قد تشكل عبئاً

¹ لمسلف عبلة، مرجع سابق، ص 160.

² ميمونة محجوز، عبد الرزاق حبيب، الصكوك الإسلامية وتحديات إصدارها، مجلة الشريعة والاقتصاد، المجلد 09، العدد 2020، 17، ص 101-

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

ماليًا كبيرًا، خاصة في غياب التشريعات القانونية المنظمة لعملية الصكوك الإسلامية، والتي يشكل عدمها تحديًا أو عقبة حقيقية أمام دخول البنوك الإسلامية في منطقة الصكوك كمصدر لها. وذكر البنك الآسيوي للتنمية في تقرير متابعة السندات في آسيا، أن عدم الدراية الكافية بميكل الصكوك المعقد، يعني تحمل المصدرين المحتملين رسوماً أعلى مقابل خدمات استشارية، في حين يريد المستثمرون عائداً أعلى بسبب ضعف أنشطة التداول في الأسواق الثانوية للصكوك. حيث أظهرت دراسة للبنك الآسيوي للتنمية أن تكلفة إصدار الصكوك (السندات الإسلامية) لا تزال أعلى كثيراً من إصدار السندات التقليدية رغم نمو التمويل الإسلامي في دول مثل ماليزيا واندونيسيا. وذكر البنك أن العائد على الصكوك، التي تصدرها الحكومة في إندونيسيا يبلغ في المتوسط 86 نقطة أساس (0.68) فوق عائد السندات الحكومية التقليدية المماثلة. وفي ماليزيا، وهي أكبر سوق صكوك من حيث السيولة في العالم، يرتفع عائد الصكوك ثماني نقاط مئوية في المتوسط فوق السندات التقليدية.¹

- التحديات القانونية:

وتنشأ هذه التحديات والمخاطر بسبب وجود القوانين التجارية الوضعية التي قد لا تتوافق في بعض أحكام الشريعة الإسلامية وخصوصاً في مجال الصيرفة الإسلامية والتزامات البنوك لمقررات البنك المركزي من حيث نسب الاحتياطي القانوني والضرائب على الدخل والمبيعات والجمارك والضرائب العقارية وقوانين السجل التجاري و ضمان العائد وغيرها.²

-تحديات أخرى:

إضافة إلى مجموعة التحديات المتعلقة بإصدارها وتداولها ويمكن ذكر بعض هذه التحديات على النحو التالي:³

- ضعف الوعي بأهمية ودور الصكوك الإسلامية وضرورتها الاقتصادية.
- ضعف آلية عمل السوق الثانوية، إن وجدت.
- الغموض الذي يشوب بعض النصوص التنظيمية المتعلقة بالصكوك.
- صعوبة توفير العناصر اللازمة لحماية أصول الصكوك من مخاطر الأصول المملوكة للمصدر.

¹ المرجع نفسه، ص 106.

² السيد حجازي، صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات ودروس من التجربة المصرية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، يومي 05 و06 ماي 2014، ص 12.

³ يوسف حسن يوسف، الاستثمار-صناديق الاستثمارية-الأوراق المالية التجارية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2014، ص 44.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

- بعض الأصول التي لا تتوافق مع الشريعة ولا تعدو ان تكون نوعا من أنواع بيع العينة المحرم.
- بعض الصكوك الإسلامية عقود مركبة لا تقبل التجزئة صيغت لتحقيق عائد مضمون من الربح وضمان لرأس المال فيكون مصدر الصكوك قد باع عيناً .

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

المبحث الثاني: عموميات حول نماذج بيانات بانل

يستعرض هذا المبحث الإطار النظري للجانب القياسي المتبع والذي يشتمل على مفاهيم عامة حول السلاسل الزمنية وأهميتها، وعرض عام لنماذج بيانات بانل والمفاضلة بينهم، وأهم الاختبارات المتعلقة بالاستقرارية.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية نماذج بيانات بانل

تكتسب معطيات Data Panel أو السلاسل الزمنية المقطعية أهمية كبرى خاصة في الدراسات الاقتصادية، فهي تأخذ بعين الاعتبار كل من بيانات السلاسل المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت، كما تقدم العديد من المزايا، سواء من ناحية التحليل القياسي أو الاقتصادي.

أولاً: مفهوم بيانات البانل

تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية والتي يطلق عليها أو بيانات البانل panel data ، بأنها مجموعة المشاهدات والملاحظات المتكررة عند مجموعة من الأفراد في فترات زمنية عدة ، إذ تجمع بين خصائص كل بيانات السلاسل الزمنية التي تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة ، و البيانات المقطعية التي تصف سلوك عدد من المفردات و الوحدات المقطعية خلال فترة زمنية واحدة، في آن واحد.¹ تقسم بيانات بانل أساساً إلى نوعين حسب الفترة الزمنية إلى بيانات بانل متوازنة Balanced panel data وذلك إذا كانت الفترة الزمنية موحدة لجميع الوحدات المقطعية، وبيانات بانل غير متوازنة unbalanced panel data إذا كانت في الفترة الزمنية اختلاف من مقطع فردي إلى آخر.²

وفي حالة كون عدد المقاطع (N) أقل من عدد الفترات (T) تسمى البيانات المقطعية الطولية (Long panel data)، وإذا كان عدد المقاطع (N) أكبر من عدد الفترات الزمنية (T) يطلق عليها البيانات المقطعية القصيرة (short panel data).³

¹ أيمن العشعوش، اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 39، العدد 05، 2017، ص52.

² Esman Nyamongo, Panel Data Analysis With Special Application to Monetary Policy Transmission Mechanism, COMESA Monetary Institute (CMI), kenya, 2019, p2.

³ بلعباس رايح، نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وتطبيقاتها على برمجية Stata - Panel Data Models with Stata - stata، يوم دراسي تكويني حول التطبيقات الكمية ودورها في اعداد الأبحاث والدراسات الأكاديمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 24، نوفمبر 2018، جامعة آكلي محمد أولحاج، البويرة، ص14.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

ثانيا : أهمية بيانات البانل

- تتمتع بيانات بانل بأهمية بالغة تكتسبها من المزايا المتعددة التي تتيحها، ويمكن ذكر أهمها على النحو التالي¹:
- تسمح بيانات بانل بالتحكم في التباين الفردي، الذي يُصادف في حالة البيانات الزمنية أو المقطعية ، والذي يؤدي إلى نتائج متحيزة.
 - بيانات البانل تتضمن وتشمل محتوى معلوماتي أكثر من الموجودة في البيانات المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الوصول إلى تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، جانب آخر تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.
 - تعتبر معطيات البانل الإطار المناسب لتطور النتائج النظرية وتقنيات التقدير .
 - تسمح نماذج البانل بإمكانية أحسن لدراسة ديناميكية التعديل، التي تخفيها البيانات المقطعية، كما تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل الفقر والبطالة، ومن جهة أخرى يمكن من خلال بيانات البانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى.
 - تساهم في إمكانية الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (omitted variables)، التي تنتج عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدي في العادة إلى تقديرات متحيزة biased (estimates)، في الانحدارات المفردة.
 - تأخذ بينات بانل بعين الاعتبار عدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ unobserved heterogeneity الخاص بمفردات العينة سواء الزمنية أو المقطعية ، وتتيح التخفيف من مشكلة التعدد الخطي.

المطلب الثاني: أنواع نماذج بيانات بانل والمفاضلة بينها.

أولاً: أنواع نماذج بيانات بانل

1- نموذج الانحدار التجميعي:

يعتبر هذا نموذج الانحدار التجميعي من أبسط النماذج للبيانات الطولية إذ تكون فيه كل المعاملات ثابتة في جميع الفترات الزمنية حيث يهمل اي تأثير للزمن. ويمكن نتحصل على نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة

الآتية¹:

صفاء عبد الله معطي، محمد أحمد سالم بلحويصل، استخدام تحليل بيانات البانل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة 2006-2013، مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد الثاني، العدد 1، 2019، ص 264.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^n \alpha_d D_d \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ، تستعمل طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة بعد أن ترتب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بدءاً من أول مجموعة بيانات مقطعية وهذا بحجم مشاهدات مقداره $(n \cdot t)$.

2- نموذج التأثيرات العشوائية:

حسب نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى من أجل أن تكون معاملات نموذج التأثير ثابتة صحيحة بدون تحيز، و عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت متجانس لجميع المشاهدات المقطعية وليس يوجد ارتباط ذاتي في الزمن بين كل مجموعة من مجموعات المشاهدات المقطعية في فترة زمنية معينة . ويعد نموذج التأثيرات العشوائية مناسباً في حالة وجود خطأ في احد الفروض أعلاه نموذج التأثيرات الثابتة.

في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_0(i)$ كمتغير عشوائي له معدل u مقداره أي:

$$\beta_0(i) = u + v_i , i = 1, 2, \dots, n$$

ويأخذ نموذج التأثيرات العشوائية

$$Y_{it} = u + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it} , i = 1, 2, \dots, n \quad t = 1, 2, \dots, t$$

حيث أن :

V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات i

¹ عزازي فريدة، أثر أسعار النفط على استهلاك الطاقة المتجددة في دول المغرب العربي للفترة (1990-2014) دراسة قياسية باستعمال معطيات بانل، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 09، العدد 01، مارس 2018، ص 357.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

ويطلق عليه نموذج مكونات الخطأ Error components model بسبب أن النموذج يحتوي على مركبين للخطأ هما V_i و ε_{it} ، و يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خصائص رياضية منها أن :

$$\text{var}(v_i) = \sigma_v^2 \text{ و } E(V_i) = 0, \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 \text{ و } E(\varepsilon_{it}) = 0$$

وليكن لدينا حد الخطأ المركب الآتي يساوي $v_i + \varepsilon_{it}$

$$\text{VAR}(w_{it}) = \sigma_v^2 + \sigma_\varepsilon^2 \text{ و}$$

لا تصلح طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لتقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية لأنها تعطي مقدرات ليست ذات كفاءة ولديها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات كون أن التباين المشترك بين w_{it} و w_{is} لا يساوي الصفر $\text{cov}(w_{it}, w_{is}) = \sigma_v^2 \neq 0, t \neq s$ ، ولذلك عادة ما يستعمل طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS في تقدير معاملات النموذج¹.

3- نموذج التأثيرات الثابتة

يهدف في نموذج التأثيرات الثابتة إلى معرفة سلوك في كل مجموعة للبيانات المقطعية على حدى عن طريق جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة لأخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة في كل مجموعة من البيانات المقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة التالية:

$$t = 1, 2, \dots, t$$

الفترة الزمنية ثابتة للجميع، أي الزمن يهمل، وبإعادة كتابة النموذج نجد:

$$, i = 1, 2, \dots, nt$$

$\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ و $E(\varepsilon_{it}) = 0$ ، نقصد بالتأثيرات الثابتة أن المعلمة β_0 لكل مجموعة

¹ ربيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، 2014، ص 156.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن time invariant، بل يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية.

ويهدف تقدير معاملات النموذج في المعادلة والسماح لمعلمة القطع β_0 بالتغير في المجاميع المقطعية، وفي الغالب ما تستعمل متغيرات وهمية بقدر (n-1) لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم نستعمل طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية .

يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable Model)، بعد اضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (1) تصبح صيغة النموذج بالشكل الموالي:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^n \alpha_d D_d \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (1), i = 1, 2, \dots, n \quad t = 1, 2, \dots, t$$

- حيث يعبر المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^n \alpha_d D_d$ على التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (2) بعد حذف α_1 بالشكل الآتي:

$$Y_{it} = \sum_{d=1}^n \alpha_d + d_d \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (1), i = 1, 2, \dots, n \quad t = 1, 2, \dots, t$$

ثانيا: المفاضلة بين نماذج بيانات بانل

يمكن المفاضلة بين نماذج بانل من خلال الاختبارين التاليين:

- اختبار هوسمان 1978 Hausman:

يفاضل هذا الاختبار بين نموذج التأثيرات العشوائية الثابتة، من خلال استخدامه لاختبار الفرضية

الصفرية، والتي تفترض أن:

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

ملاءمة نموذج التأثيرات العشوائي، مقابل الفرضية البديلة التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة، أي يأخذ الصيغة التالية¹:

H0 : ملائمة نموذج التأثيرات العشوائية.

H1 : ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة.

أو بعبارة أخرى، فاختبار Hausman، يستخدم لاختبار وجود علاقة طردية بين التأثيرات الفردية (α_i) والمتغيرات المستقلة X_i ، ويمكن كتابتها على الشكل التالي:

$$\{H_0: E(\alpha_i/X_i) = 0$$

$$\{H_1: E(\alpha_i/X_i) \neq 0$$

وبالتالي في حالة قبول الفرضية الصفرية (نموذج التأثيرات العشوائية)، يتم الاعتماد في التقدير على طريقة المربعات، ومن خصائص المقدر أنه مقدر متحيز بالإضافة إلى عدم وجود ارتباط بين (α_i) و X_i (estimateur blue)، وفي حالة قبول الفرضية البديلة (نموذج التأثيرات الثابتة)، كما يسمى أيضا نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (lsdv)، يتم الاعتماد في التقدير على طريقة المربعات الصغرى العادية، ومن خصائص المقدر أنه مقدر غير متحيز بالإضافة إلى وجود ارتباط بين (α_i) و X_i وتكون صيغة الاختبار على النحو التالي:

$$H = X^2(K) = [b - \hat{B}] \hat{\varphi}^{-1} [b - \hat{B}]$$

$$\text{حيث: } \varphi = \text{VAR}[B - \hat{B}] = [b] - \text{var}[\hat{B}]$$

تمثل كل من مصفوفة التباين والتباين المشترك للمعالم الانحدارية b والمتحصل عليها بطريقة lsdv ومصفوفة التباين والتباين المشترك للمعالم الانحدارية، $\hat{\beta}$ والمتحصل عليها بطريقة المربعات الصغرى المعممة، وعليه تحت فرضية العدم فإن أحسن نموذج هو نموذج ذو الأثر العشوائي وهذا يعني أن الأثر الفردي غير مرتبط بالمتغيرات الأخرى، وفي الحالة المعاكسة فإن أحسن نموذج هو نموذج ذو الأثر الثابت.

وتقترب دالة Hausman من توزيع كاي مربع $X^2(K)$ مع درجة حرية (k)، فإذا تبين أن القيمة الجدولة أقل من القيمة المحسوبة :

- يتم رفض الفرضية الصفرية (فرضية العدم) H0

¹ بشيكر عابد، دليل الاستخدام بالاستعانة بالبرنامج المعلوماتي EVIEWS، مطبوعة في مقياس الإحصاء التطبيقي، المركز الجامعي أحمد زبانه، غليزان، 2019-2020، ص 75-76.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

- قبول الفرضية البديلة H1

والعكس صحيح، أي إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من أو تساوي 5%، نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل البديلة والعكس صحيح.

- اختبار **F-Fisher**:

يفاضل هذا الاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة و نموذج الانحدار التجميعي ، حيث إذ كانت القيمة الإحصائية المجدولة أقل من قيمة إحصائية F المحسوبة فإنه:

- يتم رفض فرضية العدم والتي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج المناسب

- قبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب¹.

أما إذ كانت القيمة الإحصائية المجدولة أقل من قيمة إحصائية F المحسوبة فالعكس صحيح

المطلب الثالث: اهم الاختبارات المستخدمة في نماذج بانل.

من أهم مراحل بناء نموذج الاقتصاد القياسي في السنوات الأخيرة، القيام باختبار الاستقرار وعلاقات التكامل المتزامن على بيانات البانل ، كون وجود جذر الوحدة في المعطيات يمكن أن يكون له نتائج على المستوى الإحصائي.

1- اختبار **WU AND MADDALA**

توضيح هذا الاختبار بشكل عام من طرف wu and maddala عام 1999، بحيث أن مبدأ هذا الاختبار بسيط ، إذ يركز على تركيبة من مستويات المعنوية (p-value) لـ N اختبار فردي مستقبل لجذر الوحدة.

$p_i = f_{ti}(G_i)$ عبارة عن (p-value) المتعلقة بالإحصائية G_i وهذه الأخيرة عبارة عن

إحصائية اختبار لفرضية العدم لجذر الوحدة من أجل الفرد (i)، أما $f_{ti}(G_i)$ فهي عبارة عن

دالة الكثافة الإحصائية الفردية G_i بالنسبة للبعد الزمني p_i وقد عرفنا كل من إحصائية الاختبار

بالصيغة التالية :²

¹ بن عمرة عبد الرزاق، مرجع سابق، ص04.

² بدرابي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم الاقتصاد النقدي والمالي، تخصص مالية، جامعة أبي بكر بالقياد، تلمسان، 2014-2015، ص226-227.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

$$P_{MW} = -2 \sum_{i=0}^N \ln p_i$$

تتبع إحصائية MW توزيع كاي تربيع بدرجة حرية 2N في حالة $T \rightarrow \infty$ وبالنسبة لـ N محددة في ظل فرضية الاستقلالية للإحصائيات الفردية، مما يعني أنه إذا كانت أكبر من قيمة كاي تربيع بدرجة حرية 2N عند مستوى الخطأ $\alpha\%$ ترفض فرضية العدم لجذر الوحدة بالنسبة لمجموع الأفراد. غير أن Choi 2001 اقترح استعمال موحد في حالة كون حجم العينة n وهي معرفة على النحو التالي:

$$P_S = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n [-2LN(P_i)]$$

وكما يبدو من العلاقة فإن إحصائية choi تتعلق بالإحصائية المتوسطة من النوع N^{-1} MW ومختصرة، وإذا كانت قيم (p-value) من نوع $d; 1, i$ فإن استخدام نظرية النهاية المركزة يسمح بالوصول إلى كون هذه الإحصائية p_S تتبع توزيع القانون الطبيعي أي: $p_S \sim (0,1)$ وهذا تحت فرضية العدم H_0 و $N \rightarrow \infty$.

-2 اختبار Levin, Lin and Chu 2002:

إستوحى هذا الاختبار من اختبار ديكي فولر DF، إذ كانت انطلاقة Levin و Lin في تحليل بيانات بانل ليست مستقرة في اختبارات جذر الوحدة في السلاسل الزمنية من نوع Dickey-Fuller.

ومن أجل إجراء هذا الاختبار تم وضع ثلاثة نماذج لاختبار جذر الوحدة:¹

النموذج 1: $\Delta y_{i,t} = p y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

النموذج 2: $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + p y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

النموذج 3: $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i;t} + p y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$

حيث: $i=1,2,\dots,N$

$t=1,2,\dots,T$

¹ Levin. A, Lin. C-F, , « Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and finite sample properties », Journal of Econometrics, N21, 2002, P,P04.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

وانطلاقاً من النماذج السابقة فإن اختبار الفرضيات والذي يقوم على أساس الفرضية H_0 (البيانات لديها جذر الوحدة) و H_1 (البيانات المقطعية ليس فيها جذر الوحدة) يكون على النحو الآتي:

$$\text{النموذج 1: } H_0: P=0$$

$$H_1: P<0$$

$$\text{النموذج 2: } H_0: P=0 \alpha_i = 0$$

$$H_1: P<0 \alpha_i \in R$$

$$\text{النموذج 3: } H_0: P=0 \alpha_i = 0$$

$$H_1: P<0 \alpha_i \in R$$

3- اختبار Im, Pesaran and Shin 2003

قدم الاقتصاديون M. Hashem Pesaran و KyungSo Im و Yongcheol Shin، مجموعة من الأعمال المشتركة خلال السنوات 1997، 2002 و 2003، أدرجت لتطوير اختبار التجانس تحت الفرضية البديلة مع اختلاف جذر الانحدار الذاتي، والنموذج المقدم هو نموذج آثار فردية بدون اتجاه عام ويكتب بالصيغة التالية:¹

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}:$$

$$i=1,2,\dots,N:$$

أما الآثار الفردية فتعرف كالتالي:

$$\alpha_i = -\rho_i y_i$$

$$y \in R_y \sim N.I.d(0, \sigma_{\varepsilon,i}^2)$$

وعليه فإن اختبار الفرضيات حسب هذا النموذج كما يلي:

$$H_0 P_1 = 0, \forall = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1 P_1 < 0, \forall = 1, 2, \dots, N$$

$$P_1 = 0, \forall = N_1, 1, N_1 + 2, \dots, N$$

4- اختبارات الارتباط الخطي:

بغية التأكد من عدم وجود أي ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات التفسيرية، محل الدراسة يمكن استخدام اختبارات الارتباط الخطي Multicollinearity test ويجب مراعاة أن هذا الاختبار

¹ KyungSo Im, . Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, **Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels** », revised version of DAE, Journal of Econometrics, University of Cambridge, p 54.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

يعتبر المتغيرات المستقلة – التفسيرية – غير مرتبطة خطياً إذا كان $p\text{-value} > 0.05$ ، وتصاغ الفروض الإحصائية لهذا الاختبار على النحو التالي:

H0: (عدم وجود مشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة).

H1: (وجود مشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة).

ويتم إجراء هذا الاختبار من خلال الخطوات الآتية:¹

– اختبار سبيرمان

يتم إجراء تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة باستخدام سبيرمان لإيجاد معاملات الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة ومعنويتها، فإذا كانت:

- قيمة $p\text{-value}$ أكبر من 0.05 فهذا يعني قبول فرض العدم الذي ينص على أنه لا وجود لمشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة محل الدراسة، ورفض الفرض البديل الذي ينص على وجود مشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة عند مستوى معنوية 0.05.
- قيمة $p\text{-value}$ أصغر من 0.05 فهذا يعني رفض فرض العدم الذي ينص على أنه لا وجود لمشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة محل الدراسة، وقبول الفرض البديل الذي ينص على وجود مشكلة ارتباط خطي بين المتغيرات المستقلة عند مستوى معنوية 0.05.

– اختبار (VIF) Variance Inflation Factor

- يتم إجراء معامل التضخيم للبيانات VIF من خلال تقدير الانحدار لكل متغير من المتغيرات التفسيرية، ومن ثم حساب قيمة VIF لكل متغير بناءً على قيمة معامل التحديد، فإذا أشارت النتائج إلى:
- أن قيمة $VIF < 0.25$ فإنه يتم قبول فرض العدم الذي ينص على أنه لا وجود لمشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة، ورفض الفرض البديل الذي ينص على وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة، عند مستوى المعنوية المعتمد.
 - أن قيمة $VIF > 0.25$ فإنه يتم رفض فرض العدم الذي ينص على أنه لا وجود لمشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة، وقبول الفرض البديل الذي ينص على وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة، عند مستوى المعنوية المعتمد.

¹ صفاء عبد الله معطي، محمد أحمد سالم بلحويصل، مرجع سابق، ص 274.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

5- اختبارات التكامل المشترك:

يمثل التكامل المشترك أحد أهم الأدوات لدراسة العلاقات الحقيقية التي تربط بين المتغيرات في الأجل الطويل، ولإجراء هذا اختبار يشترط أن تكون السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج متكاملة من نفس الرتبة ومن أهم اختبارات التكامل المشترك التي تستعمل في بيانات بانل اختبار Pedroni واختبار .kao

- اختبار التكامل المشترك ل Pedroni:

قدم Pedroni سبعة إحصائيات لكشف وإثبات فرضية التكامل المتزامن موزعة بين أربعة إحصائيات للانحدار الذاتي المشترك وثلاثة إحصائيات للانحدار الذاتي الفردي ويكون القرار بوجود تكامل مشترك من عدمه حسب أغلبية الإحصائيات التي يقدمها هذا الاختبار، أخذا في الحسبان أن يكون شعاع المتغيرات التفسيرية متكاملًا من الدرجة الأولى، وتكون الصيغة على النحو التالي:¹

$$y_{i,t} = d_{i,t} + x_{i,t}b_i + \mu_{it}$$

وتكون Y_{it} في الغالب دالة كثيرة الحدود في الزمن بدرجة 1، $x_{i,t}$ شعاع متغيرات.

وتصاغ الفروض الإحصائية لهذا الاختبار على النحو التالي:

- الفرضية الصفرية: $H_0: P_i = 1$ أي عدم وجود تكامل مشترك
- الفرضية البديلة الأولى: $H_0: (P_i = p) < 1$ أي تجانس جميع مفردات (اختبار البعد الضمني)
- الفرضية البديلة الأولى: $H_0: p < 1$ أي عدم تجانس جميع مفردات (اختبار البعد البيئي)

- اختبار التكامل المشترك ل .kao:²

¹ Pedroni. Peter, , Panel Cointegration: Asymptotic and Finite sample properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis, *Econometric Theory*, 20 (3), 2004p: - 599

² العقون عبد الجبار، أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض دول الخليج العربي خلال الفترة 1990-2016، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية ومالية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019-2020، ص218-219.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

في اختبار التكامل المشترك لـ $ka0$ تنص فرضية العدم على عدم وجود تكامل مشترك بين السلسلتين $y_{i,t}$ و $x_{i,t}$ وعلى أساس فرضية العدم وحسب $ka0$ حتى إذا ما كانت الفروق الأولى للسلسلتين السابقتين مستقرتين فإن مقدرات المربعات الصغرى للبواقي في النموذج غير مستقرة، وعليه فإن هذا الاختبار يؤول إلى اختبار استقرارية بواقي الانحدار السابق ويكون ذلك باستعمال اختبار ديكي فولر. ويمنح هذا الاختبار أربعة إحصائيات محسوبة من نوع اختبار ديكي فولر تنقسم إلى قسمين: قبل إجراء عملية تصحيح التحيز لمعالم الارتباط المتسلسل للأخطاء Df_t, Df_p بعد إجراء عملية تصحيح التحيز لمعالم الارتباط المتسلسل للأخطاء DF^*P, DF^*t ، وفي الأخير اقترح $ka0$ إجراء اختبار ديكي فولر الموسع ADF على سلسلة البواقي وحساب الإحصائية ADF . تتوزع الإحصائية المحسوبة السابقة DF^*T, DF^*P, DfT, DfP ، تقريبا حسب التوزيع الطبيعي المعياري.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

المبحث الثالث: التحليل القياسي لأثر إصدار الصكوك الإسلامي على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة (2001-2020)

يستعرض هذا المبحث الدراسة القياسية لأثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من مكونة من خمسة دول إسلامية، وذلك من خلال التطرق لمتغيرات الدراسة، وتقدير النموذج القياسي لبيانات السلاسل الزمنية ومن ثم تفسير النتائج.

المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة

أولاً: عينة الدراسة

تهدف الدراسة إلى قياس مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تحقيق وتحفيز النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية الرائدة خلال الفترة (2001-2020) لعينة مكونة من 05 دول من الدول الإسلامية تم اختيارها على أساس أنها دول رائدة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية وكذا طبقاً لتوفر البيانات للمتغيرات طوال الفترة الدراسة، وتمثلت هذه الدول في:

- عينة من دول شرق آسيا: تشمل كل من ماليزيا واندونيسيا .
- عينة من دول مجلس التعاون الخليجي: والتي تشمل كل من الإمارات و السعودية و البحرين.

ثانياً: مصادر الدراسة:

لقد تنوعت مصادر بيانات المتغيرات المستعملة في هذه الدراسة القياسية، بحيث تمثلت في:

- البنك الدولي (wdi).
- التقارير الصادرة من السوق المالية الإسلامية الدولية (iifm) للسنوات (2011-2021).
- ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

-Securities Commission of Malaysia: Annual Reports:2001-2020

-kuwait financial center, Markaz Analysis. Annual Reports:

.2019-2018-2017-2016-2010-2009-2008

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

ثالثا: وصف متغيرات الدراسة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على حزمة من المتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي، وفيما يلي شرح لمختلف المتغيرات الخاصة بالدراسة:

- معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي **gdppc**: (المتغير التابع)

يعبر هذا المتغير عن المتغير التابع باعتباره مؤشرا للنمو الاقتصادي الذي شاع استخدامه في كل من أدبيات النظرية النيوكلاسيكية ونظريات النمو الداخلي الحديثة، ويشير هذا المتغير الى مقدار التغيير في رفاهية الفرد، ويتم حسابه من خلال قسمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية على عدد السكان.

- إصدار الصكوك الإسلامية **suk**:

يشير هذا المتغير إلى إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية المصدرة خلال سنة في الدول محل الدراسة.

- رأس المال المادي **k**:

تم استخدام (إجمالي تكوين رأس المال الثابت بالأسعار الجارية مقاسا بالدولار الأمريكي زائد التغير في المخزون) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أما عن أهميته بالنسبة للنمو الاقتصادي، تؤكد العديد من نظريات النمو الاقتصادي على أهمية الاستثمارات في النمو الاقتصادي على المدى الطويل، بحيث يؤثر إجمالي تكوين رأس المال على النمو الاقتصادي إما بزيادة مخزون رأس المال المادي في الاقتصاد المحلي مباشرة أو الترويج للتكنولوجيا بشكل غير مباشر، وينتظر من هذا المتغير أن يمارس تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي.

- إجمالي عدد العمال **L**:

يشمل إجمالي القوة العاملة للأفراد من عمر 15 عاما فأكبر، والذين يستوفون تعريف منظمة العمل الدولية للسكان النشطين اقتصاديا: "جميع الأشخاص الذين يمثلون الأيدي العاملة القادرة على المشاركة في إنتاج السلع و الخدمات خلال فترة محددة ويشمل ذلك كلا من العاملين و العاطلين عن العمل، بينما تتفاوت معالجة الممارسات الوطنية لفئات مثل القوات المسلحة و العمال الموسميون أو الذين يعملون لبعض الوقت. تشمل الاحصائيات القوى العاملة بوجه عام

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

كل من أفراد القوات المسلحة و أسلاك الأمن، العاطلين عن العمل، الباحثين عن العمل لأول مرة، ولكن يستثنى منها الماكثات في البيت ومقدمي الرعاية غير المدفوعة الأجر للآخرين، عمالة القطاع غير الرسمية بما فيها العاملين في النشاطات الاقتصادية العائلية."

رابعا: نموذج الدراسة:

سنستخدم في هذه الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المتوازنة (*Balanced Panel Data*) بحجم عينة $(N*T=100)$

وبالاستناد إلى النظرية الاقتصادية والدراسات التجريبية السابقة الخاصة بتأثير الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي، سيتم الاعتماد على لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، ولوغاريتم رأس المال المادي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ولوغاريتم إجمالي عدد العمال، ولوغاريتم إصدارات الصكوك الإسلامية كمتغيرات تفسيرية، وهذا وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$lgdppc = f(lk, ll, lsuk) \dots\dots\dots (01) \quad t = 2001-2020$$

حيث:

✓ $lgdppc$: لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي؛

✓ lk : لوغاريتم رأس المال المادي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.؛

✓ ll : لوغاريتم إجمالي عدد العمال؛

✓ $lsuk$: ولوغاريتم إصدارات الصكوك الإسلامية.

وبالتالي تستخدم معادلة الانحدار الأساسية التالية في دراسة تأثير الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية:

$$lgdppc = \beta_0 + \beta_1 lk_{it} + \beta_2 ll_{it} + \beta_3 lsuk_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (02)$$

تمثل i : عدد الدول، t : الفترة الزمنية، ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

1- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

كخطوة أولية يجب القيام بمجموعة من الاختبارات الإحصائية على متغيرات الدراسة، وتمثل أهم هذه الاختبارات في كل من المتوسط، أكبر وأقل قيمة، والانحرافات المعيارية، والجدول التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات:

الجدول رقم(03-02): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
gdppc	100	17699.33	12936.59	748.2576	44498.94
k	100	26.09244	4.75357	15.7094	35.07159
L	100	2.90e+07	4.44e+07	325132	1.36e+08
suk	100	12.49386	20.40989	0	102.02

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برمجية (stata 14).

2- علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة

2-1- مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

سيتم في هذا الجزء دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وسنقوم أولاً بتحليل الارتباط بين كل المتغيرات محل الدراسة، وفي المرحلة الثانية سنقوم بالتحليل الوصفي لشكل العلاقة بين إصدارات الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

الجدول رقم (03-03): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	lgdppc	lk	ll	lsuk
lgdppc	1.0000			
lk	-0.1308	1.0000		
ll	-0.7070	0.2272	1.0000	
lsuk	0.0811	0.1155	0.2844	1.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برمجية (stata 14).

لعل أهم ما يمكن ملاحظته من مصفوفة الارتباط الموضحة في الجدول أعلاه هو وجود ارتباط طردي ضعيف بين لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (lgdppc) ولوغاريتم إصدارات الصكوك الإسلامية (lsuk)، كما يمكن ملاحظة وجود ارتباط عكسي بين لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج وكل من لوغاريتم نسبة رأس المال المادي من الناتج المحلي الإجمالي (lk) ولوغاريتم عدد العمال (ll).

بالرغم من وجود ارتباط ضعيف نسبياً بين الصكوك الإسلامية ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ووجود ارتباط سلبي بين متوسط نصيب الفرد من الناتج وكل من رأس المال المادي والعمالة؛ إلا أن الارتباط لا يحدد بشكل قطعي طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وهو ما يقودنا إلى إجراء تحليل معمق للارتباط بين متوسط نصيب الفرد من الناتج والمتغيرات التفسيرية المدرجة في النموذج استناداً إلى منهجية قياسية لتحقيق أهداف الدراسة.

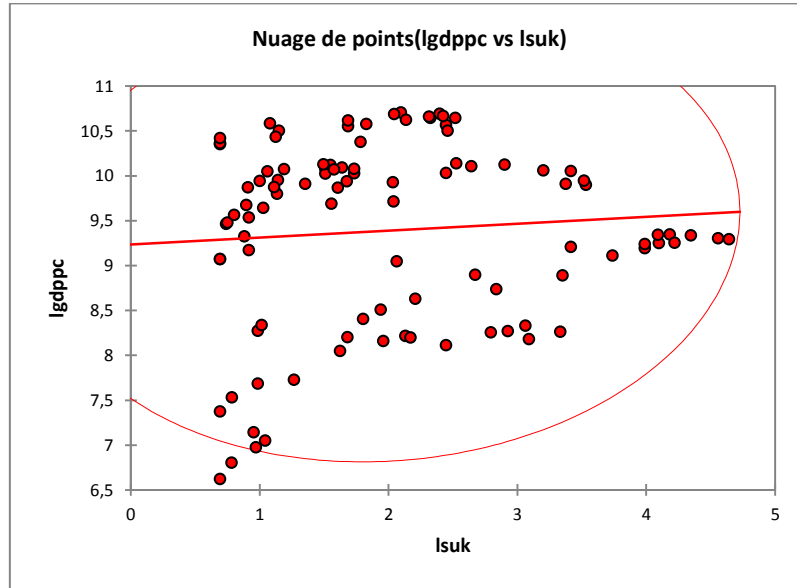
2-2- التحليل الوصفي لشكل العلاقة بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي في الدول الإسلامية خلال الفترة (2001-2020):

لقد أوضحت الأدبيات التجريبية السابقة وجود علاقة إيجابية بين إصدارات الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي، ولقد ارتأينا قبل الإثبات عن طريق القياس الاقتصادي لهذه العلاقة محاولة إبرازها من خلال رسم بياني في شكل سحابة نقاط.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

والشكل رقم (03-18) يوضح العلاقة بين لوغاريتم إصدارات الصكوك الإسلامية "Isuk" ولوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي "lgdppc" لعينة من الدول الإسلامية خلال الفترة (2001-2020)، ويتضح من هذا الشكل أنه توجد علاقة إيجابية بين الصكوك الإسلامية ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لعينة الدول الإسلامية محل الدراسة.

الشكل رقم (3-18): العلاقة بين الصكوك الإسلامية والنمو الاقتصادي لعينة الدول الإسلامية خلال الفترة (2001-2020).



المصدر: مخرجات برنامج (XLSTAT 2016).

المطلب الثاني: تقدير نماذج بيانات بانل الساكن (*Static panel*) والمفاضلة بينها

كمرحلة أولية؛ سيتم تقدير النماذج الثلاثة الأساسية لبيانات بانل الساكن، وفي المرحلة الثانية يتم استخدام الاختبارات المناسبة للمفاضلة بين هذه النماذج، وهذا لتحديد النموذج الملائم لدراسة أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية خلال الفترة (2001-2020).

أولاً: تقدير نماذج بيانات بانل الساكن.

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل الساكن الثلاثة؛ نموذج الانحدار التجميعي (*Pooled Régression Model (PRM)*)، نموذج التأثيرات الثابتة (*Fixed*)

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

(*Effects Model (FEM)* ونموذج التأثيرات العشوائية (*Random Effects Model (REM)*)

الجدول رقم (03-04): نتائج تقدير أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية باستخدام النماذج الثلاثة لبيانات بانل الساكن.

المتغير التابع: لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي lgdppc			
الفترة: 2001-2020 مجموع مشاهدات البانل N*T=100			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي (<i>PRM</i>)	نموذج التأثيرات الثابتة (<i>FEM</i>)	نموذج التأثيرات العشوائية (<i>REM</i>)
<i>Lk</i>	0.0849 (0.824)	0.7825 (0.000)*	0.8580 (0.000)*
<i>LI</i>	-0.4772 (0.000)*	-0.1044 (0.300)	-0.2888 (0.000)*
<i>Lsuk</i>	0.2913 (0.000)*	0.2779 (0.000)*	0.3103 (0.000)*
<i>Const</i>	16.1406 (0.000)*	7.9576 (0.000)*	10.5882 (0.000)*
<i>R-squared</i>	0.5867	0.6937	0.6825
<i>F-Statistic</i>	45.42 (0.000)*	69.46 (0.000)*	185.03 (0.000)*

ملاحظة: (*), (**), تمثل معنوية المعلمة عند مستوى معنوية 1% و 5% على التوالي.

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برمجية (stata 14).

تشير قيمة إحصائية اختبار فيشر "*F*" في كل النماذج المستخدمة إلى وجود معنوية إحصائية لكل نموذج من هذه النماذج الثلاثة، بالإضافة إلى معنوية أغلب المتغيرات التفسيرية المدرجة في النموذج، وبعد تقدير النماذج

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

الثلاثة للنموذج المدروس سوف تنتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج الثلاثة من خلال اختباري فيشر المقيد ($F - Test$) واختبار ($Hausman$).

ثانياً: المفاضلة بين النماذج

بعد تقدير النماذج الثلاثة لبيانات البانل الساكن، نأتي في المرحلة الثانية إلى المفاضلة بين هذه النماذج الموضحة في الجدول أعلاه، ولتحقيق هذا الغرض سنعتمد على اختبار فيشر المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، واختبار ($Hausman$) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

1- المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

لغرض تحديد أسلوب التحليل الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة؛ تم استخدام اختبار ($F-test$) لإجراء اختبارات المفاضلة بين أسلوب (PRM) وأسلوب (FEM)، حيث أن:

H_0 : النموذج التجميعي (PRM) هو الملائم.

H_1 : نموذج الآثار الثابتة (FEM) هو الملائم.

الجدول رقم (03-05): نتائج اختبار فيشر

الاختبار	قيمة إحصائية الاختبار	$Prob > F$
$F- Test$	242.60	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برمجية (stata 14).

من خلال الجدول رقم (03-05) نلاحظ أن قيمة إحصائية اختبار فيشر تساوي إلى 242.60 والقيمة الاحتمالية المقابلة لها تساوي إلى 0.0000 وهي أقل من 5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بتجانس قواطع الدول ونقبل الفرضية البديلة القائلة بعدم تجانس قواطع الدول، ونتيجة لذلك فإن نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) هو النموذج الملائم.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

2- المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية:

يمكننا من خلال اختبار (*Hausman*) المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات

العشوائية، حيث:

H_0 : النموذج التأثيرات العشوائية (*REM*) هو الملائم.

H_1 : نموذج الآثار الثابتة (*FEM*) هو الملائم.

الجدول رقم (03-06): نتائج اختبار (*Hausman*)

الاختبار	قيمة إحصائية الاختبار	$Prob > F$
<i>Hausman</i>	9.17	0.0271

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برمجية (stata 14).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03-06) أن نتائج اختبار (*Hausman*) تشير إلى :

رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة (*FEM*) هو النموذج

الملائم، حيث أن القيمة الاحتمالية المقابلة لهذا الاختبار تساوي إلى 0.0271 وهي أقل من 5%،

وبالتالي يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة أثر الصكوك الإسلامية على النمو

الاقتصادي في الدول الإسلامية محل الدراسة خلال الفترة (2001-2020).

ثالثاً: تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (*Fixed Effects Model*).

من خلال اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاثة الأساسية لبيانات البانل، تبين أن نموذج الآثار الثابتة هو

النموذج الملائم لدراسة أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية محل الدراسة، وقد تم

تقدير معاملات النموذج بالاستعانة ببرنامج *stata 14*.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

الجدول رقم (03-07): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	100
Group variable: country1	Number of groups =	5
R-sq:	Obs per group:	
within = 0.6937	min =	20
between = 0.1121	avg =	20.0
overall = 0.1596	max =	20
corr(u_i, Xb) = 0.0851	F(3, 92) =	69.46
	Prob > F =	0.0000

lgdppc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lk	.7825655	.1526029	5.13	0.000	.479483 1.085648
ll	-.1044531	.1002488	-1.04	0.300	-.3035559 .0946498
lsuk	.277919	.0314153	8.85	0.000	.2155254 .3403126
_cons	7.957603	1.465621	5.43	0.000	5.046752 10.86845
sigma_u	1.0283593				
sigma_e	.20151882				
rho	.96301919	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 92) = 242.60 Prob > F = 0.0000

المصدر: مخرجات برنامج (stata 14).

يتضح من خلال نتائج التقدير أن أغلب المتغيرات التفسيرية المدرجة في النموذج معنوية إحصائياً باستثناء متغيرة لوغاريتم عدد العمال (*ll*)، كما يمكن ملاحظة أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر ($Prob > F = 0.0000$) أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج المقدر ككل معنوي إحصائياً، كما تبين نتائج التقدير أعلاه:

✓ تأثير رأس المال المادي (*lk*) على متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي) جاء موجبا ومعنوي إحصائياً عند مستوى 5%؛

✓ أما بالنسبة لمتغيرة عدد العمال (*ll*) فقد جاءت إشارتها سالبة وغير معنوية إحصائياً؛

✓ تبين نتائج التقدير أيضاً أن لمتغيرة الصكوك الإسلامية (*lsuk*) تأثير موجب على متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

المطلب الثالث: الاختبارات التشخيصية لنموذج التأثيرات الثابتة

في هذا الجزء من الدراسة سنقوم بعد اختبارات تشخيصية لنموذج التأثيرات الثابتة للكشف عن المشاكل القياسية التي يعاني منها هذا النموذج، ومن ثم التخلص من هذه المشاكل باستخدام الطرق المناسبة.

يظهر الجدول رقم (03-08) مجموعة من الاختبارات التشخيصية لنموذج التأثيرات الثابتة قيد الدراسة،

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

وتتمثل هذه الاختبارات في كل من اختبار مشكلة الارتباط الذاتي، اختبار مشكلة عدم ثبات التباين واختبار مشكلة الارتباط الذاتي بين المقاطع.

الجدول رقم (03-08): الاختبارات التشخيصية لنموذج التأثيرات الثابتة

الاختبار	قيمة إحصائية الاختبار	قيمة الاحتمال
<i>Wooldridge test</i> لاختبار مشكلة الارتباط الذاتي	29.020	0.0057
<i>Modified Wald test for groupwise</i> لاختبار مشكلة عدم ثبات التباين	19.34	0.0017
<i>Breusch-Pagan LM test</i> لاختبار الارتباط الذاتي بين المقاطع	23.955	0.0077

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برمجية (stata 14).

- 1- اختبار مشكلة الارتباط الذاتي: من خلال الجدول رقم (03-08) نلاحظ أن نتائج اختبار (*Wooldridge test*) تشير إلى رفض فرضية عدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة الارتباط الذاتي، حيث أن القيمة الاحتمالية المقابلة لهذا الاختبار تساوي إلى 0.0057 وهي أقل من 5%.
- 2- اختبار مشكلة عدم ثبات التباين: نلاحظ من خلال الجدول رقم (03-08) أن نتائج اختبار (*Modified Wald test for groupwise*) تشير إلى رفض فرضية عدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة عدم ثبات التباين، إذ أن القيمة الاحتمالية المقابلة لهذا الاختبار تساوي إلى 0.0017 وهي أقل من 5%.
- 3- اختبار الارتباط الذاتي بين المقاطع: يظهر من خلال الجدول رقم (03-08) أن نتائج اختبار (*Breusch-Pagan LM test*) تشير إلى رفض فرضية عدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين المقاطع، حيث أن القيمة الاحتمالية المقابلة لهذا الاختبار تساوي إلى 0.0077 وهي أقل من 5%.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

المطلب الرابع: تقدير أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية محل الدراسة باستخدام طريقة (Driscoll and Kraay)

من أجل التخلص من المشاكل التي يعاني منها نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بدراسة أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية محل الدراسة، سنقوم بتطبيق طريقة (Driscoll and Kraay)، حيث تسمح هذه الطريقة بالتخلص من المشاكل القياسية الثلاثة التي يعاني منها نموذج التأثيرات الثابتة، وهذا من خلال تصحيح الأخطاء المعيارية للمعاملات.¹ ونتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول (03-09): نتائج تقدير أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية محل الدراسة باستخدام طريقة (Driscoll and Kraay)

المتغير التابع: لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي lgdppc			
الفترة: 2001-2020 مجموع مشاهدات البانل N*T=100			
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>T-statistic</i>	<i>Prob</i>
<i>Lk</i>	0.0849	0.21	(0.8446)
<i>Ll</i>	-0.4772	-17.16	(0.000)*
<i>Lsuk</i>	0.2913	3.87	(0.018)**
<i>Const</i>	16.1406	13.69	(0.000)*
<i>Adjusted R-squared</i>	0.5867		
<i>F-Statistic</i>	1123.99 (0.000)*		

ملاحظة: (*), (**), (***) تمثل معنوية المعلمة عند مستوى معنوية 1% و 5% و 10% على التوالي.

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برمجية (stata 14).

¹ Timothy J. Vogelsang, *Heteroskedasticity, Autocorrelation, and Spatial Correlation Robust Inference in Linear Panel Models with Fixed-Effects*, Departments of Economics, Michigan State University, June 2011, pp 1-55.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

يتضح من خلال نتائج التقدير أن أغلب المتغيرات التفسيرية المدرجة في النموذج معنوية إحصائياً باستثناء متغيرة لوغاريتم رأس المال المادي (Ik)، كما يمكن ملاحظة أن القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر ($Prob > F = 0.0000$) أقل من 0.05 مما يعني أن النموذج المقدر ككل معنوي إحصائياً، أما بالنسبة لمعامل التحديد والتي بلغت قيمته 0.58؛ فهذا يعني أن المتغيرات التفسيرية المدرجة في النموذج تفسر ما نسبته 58% من التغيرات التي تحدث في متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي).

كما تظهر نتائج التقدير أن متغيرة لوغاريتم رأس المال المادي (Ik) قد جاءت إشارتها موجبة وغير معنوية إحصائياً.

تشير كذلك نتائج التقدير إلى أن تأثير العمالة (Il) في النمو الاقتصادي جاء سالبا ومعنويا إحصائياً عند مستوى معنوية 5%، إذ أن زيادة عدد العمال ب 1% تؤدي إلى انخفاض في النمو الاقتصادي بنسبة 0.47%، وهذه النتيجة مخالفة للنظرية الاقتصادية؛

تظهر نتائج التقدير أن إصدارات الصكوك الإسلامية لها تأثير إيجابي على متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي) في الدول الإسلامية محل الدراسة، بحيث أظهرت نتائج التقدير وجود تأثير إيجابي ومعنوي للوغاريتم إصدارات الصكوك الإسلامية ($Isuk$) على لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج عند مستوى معنوية 5%، فعند زيادة إصدار الصكوك الإسلامية بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بنسبة 0.29%.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية الرائدة باستخدام نماذج بانل.

خلاصة الفصل

هدف هذا الفصل من دراستنا إلى تشخيص واقع صناعة الصكوك على المستوى العالمي من، والتطرق إلى بعض التجارب الدولية الرائدة من جهة أخرى ، ثم تحديد وقياس ما إذا كان للصكوك الإسلامية أثر على النمو الاقتصادي ، وذلك باستخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (panel data) ، على عينة مكونة من خمسة دول إسلامية في هذا المجال وهي (ماليزيا، إندونيسيا، السعودية، الإمارات والبحرين) في الفترة الممتدة من 2001-2020.

توصلت الدراسة إلى أن إصدارات الصكوك الإسلامية لها تأثير إيجابي على متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (النمو الاقتصادي) في الدول الإسلامية محل الدراسة، بحيث أظهرت نتائج التقدير وجود تأثير إيجابي ومعنوي للوغاريتم إصدارات الصكوك الإسلامية (*Isuk*) على لوغاريتم متوسط نصيب الفرد من الناتج عند مستوى معنوية 5%.

الخاتمة

تطرت هذه الدراسة إلى موضوع مهم من مواضيع الاقتصاد الإسلامي والموسوم بعنوان دور الصكوك الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي (دراسة تحليلية لتجارب بعض الدول الإسلامية)، والذي تم إعدادها وفق المصادر والمراجع المختصة في مجال الدراسة . وبعد التجول في الفصول الثلاثة لهذه الدراسة والتي تمثل فصلها الأول في التأصيل النظري للصكوك الإسلامية، فيما تمثل فصلها الثاني في الصكوك الإسلامية كرافد لتحقيق النمو الاقتصادي، أما فصلها الثالث فقد تمثل في دراسة قياسية لأثر إصدار الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي لعينة من الدول الإسلامية باستخدام نماذج بانل.

فقد تبين أن الصكوك الإسلامية هي أدوات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية تم استحداثها نتيجة لجهود فاقت الأربعين سنة، كضرورة دينية واقتصادية لرفع الحرج عن الكثير من المستثمرين المسلمين ، حيث أنها تستند في إصدارها وتداولها على ضوابط مستمدة من إرث شرعي إسلامي ، فكانت بذلك بديلا شرعيا عن الأوراق المالية التقليدية التي تعتمد في فلسفتها على الربا.

وقد برزت أهمية الصكوك الإسلامية كإحدى أدوات ومنتجات التمويل الإسلامي من خلال مساهمتها في دفع عجلة النمو الاقتصادي الذي بات هدف مختلف دول العالم، نظرا للدور الكبير الذي تلعبه في تعبئة المدخرات المحلية والأموال المكتنزة واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية وتوجيهها نحو الاستثمارات الحقيقية، وكذا تمويل مشاريع البنى التحتية وتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية التي تحتاج أموالا ضخمة من جهة و مساهمتها في دعم الموازنة العامة وحل مشكلة المديونية، البطالة والتضخم من جهة أخرى.

ويمكن وصف تجربة كل من ماليزيا، إندونيسيا، السعودية، الإمارات العربية المتحدة والبحرين بأنها من أبرز التجارب العالمية ، فقد قطعت أشواطاً هامة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية وتطويرها ، حيث أصبح أسواقهم المالية تعتمد على الصكوك الإسلامية مناصفة مع الأدوات التقليدية بعد الآثار الإيجابية التي خلفتها على نموهم، وبذلك يمكن اعتبارهم مرجعا للعديد من الدول الإسلامية والغير إسلامية للاستفادة منها.

- اختبار الفرضيات:

- بعد التمعن في مفهوم ، خصائص ، صيغ اصدار الصكوك الإسلامية وضوابط تداولها تبين أن الصكوك الإسلامية أداة مالية مبتكرة وليست محاكاة للأدوات المالية التقليدية، فعلى الرغم من أوجه الشبه بينهما إلا أن خضوعها لضوابط شرعية واقتصادية في إصدارها وتداولها جعل لها فلسفة خاصة بها بعيدة كل البعد عن باقي الأدوات المالية التقليدية، فهي تمثل حصة شائعة في ملكية منافع أو أصول أو خدمات يتعين توفيرها لمدة محددة وفق فلسفة المشاركة في الأرباح وتقاسم الخسائر، وبذلك فهي لا تمثل ديناً على مصدرها مثل السندات التقليدية ، ولا أداة ملكية دائمة مثل الأسهم. وعليه الفرضية الأولى (فرضية خاطئة).

- للصكوك الإسلامية أهمية ودور كبير في الاقتصاد، حيث تساهم الصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال التأثير على مجموعة المتغيرات تتمثل أهمها في:

- تساهم في جذب وتعبئة الموارد المالية والأموال المعطلة.
 - دعم وتوجيه الاستثمار الحقيقي.
 - تمويل مشاريع البنية التحتية واحتياجات الحكومة الكبيرة على الدولة.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في علاج مشكلة البطالة.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في مقاومة التضخم و استقرار الاقتصاد.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في ترشيد الإنفاق الحكومي.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في التحكم في العرض النقدي.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في حل مشكل المديونية.
 - تساهم الصكوك الإسلامية في توازن ميزان المدفوعات.
- ومنه فإن الأثر الفعلي للصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي لا يقتصر على قدرتها في التأثير على متغيرات التوازن الاقتصادي الداخلية فقط، بل وحتى متغيرات التوازن الاقتصادي الخارجية. وعليه الفرضية الثانية (فرضية خاطئة).

- أثبتت الجانب التطبيقي للدراسة أن إصدار الصكوك الإسلامية كان له أثر إيجابي على النمو الاقتصادي في الدول الرائدة بمجال صناعة الصكوك الإسلامية والمتمثلة في كل من (ماليزيا، إندونيسيا ، السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين) وعليه الفرضية الثالثة (فرضية صحيحة).

- نتائج الدراسة

خلصت الدراسة الى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية نوجزها في ما يلي:

1- النتائج النظرية:

- ابتكار الصكوك الإسلامية كان ضرورة ملحة لإيجاد بديل شرعي لرفع الحرج عن المستثمرين المسلمين من جهة ، وتوفير بوابة للمستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم وتحصيل أرباح حلال وبمخاطر متدنية ، وهو ما سيضمن استقطاب شريحة كبيرة كانت تعزف عن الاستثمار في الدول الإسلامية.
- تختلف طبيعة الصكوك الإسلامية باختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي المصدرة على أساسه ، حيث تصدر بصيغ و آليات مختلفة وفق اختلاف صيغ التمويل الإسلامي فمنها ما يقوم على أساس المشاركة. ومنها ما يقوم على أساس البيوع، إضافة إلى القائمة الإجارة، وبالتالي تستجيب للمتطلبات المختلفة للنشاط الاقتصادي.
- للصكوك الإسلامية أهمية اقتصادية بالغة وذلك كونها أداة مرنة وذات كفاءة في تعبئة الموارد المالية، وتوجيهها نحو قطاعات ومشاريع استثمارية وهو ما يساهم في خلق قيمة مضافة للاقتصاد.
- نجحت الصكوك الإسلامية في تقديم حلول تمويلية ،شرعية واستثمارية بتلبية جميع متطلبات المتعاملين الاقتصاديين وذلك على النحو التالي:
- بالنسبة للحكومات: يمكن استخدامها في توفير التمويل اللازم لمشاريع البنى التحتية و عجز الميزانية العامة بدل سندات الخزينة العامة.
- بالنسبة للبنوك المركزية: تشكل إحدى الأدوات الشرعية التي يمكن استخدامها في تحقيق أغراض السياسة النقدية من خلال التحكم في المعروض النقدي.
- بالنسبة للشركات: تضمن لهم توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية الضخمة وبتكلفة منخفضة مقارنة بالسندات التقليدية.
- بالنسبة للمستثمرين: توفر الصكوك بدائل شرعية متنوعة لاستثمار أموالهم، وتلائم درجة تقبلهم للمخاطر.

- عملية التصكيك الإسلامي هي البديل المقابل للتوريق التقليدي، وتخضع الى عدة ضوابط شرعية واقتصادية تتمحور في أساسها على تحريم (الربا، الخداع، الجهالة، الغرر)، تقاسم الأرباح والخسائر، وتوزيع المخاطر بين جميع الأطراف.

- رغم الفوائد والآثار الإيجابية التي توفرها الصكوك الإسلامية و التوازن الذي تحققه بين الجانب الشرعي و الاقتصادي إلا أن هذا التوازن قد يكون عرضة للاختيار عند مواجهة مجموعة من المخاطر، منها ما هو خاص و منها ما هو عام، فالصكوك الإسلامية. وكغيرها من الأدوات المالية التقليدية معرضة لمخاطر متعلقة بمخاطر السوق، مخاطر مخافة الشريعة وغيرها من المخاطر، ولمواجهتها أو تجنبها وجب اعتماد الآليات الناجعة لإدارة هذه المخاطر و التي من بينها اعتماد هيئة للرقابة الشرعية، التنوع، التحوط الإسلامي و ضمان طرف ثالث... الخ.

2- النتائج التطبيقية:

- تمكنت الصكوك الإسلامية من تحقيق طفرات نمو جيدة خاصة بعد الأزمة المالية لسنة 2008، إذ بلغت القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك خلال الفترة 2001-2020 ما يقارب 1.5 ترليون، وهو ما يعادل 20 بالمئة من إجمالي التمويل الإسلامي.

- حققت الصكوك الإسلامية مكانة هامة كإحدى منتجات التمويل الإسلامي، إذ لاقت إقبالا كبيرا في مختلف أنحاء العالم إذ لم يقتصر إصدارها على الدول العربية الإسلامية فقط بل تعدى إلى الدول الغربية والغير إسلامية.

- تشير نتائج التقدير الدراسة القياسية أن تأثير الصكوك الإسلامية في النمو الاقتصادي جاء موجبا ومعنويا إحصائيا عند مستوى 5%، إذ أن زيادة إصدارات الصكوك الإسلامية ب 1% تؤدي إلى ارتفاع في النمو بنسبة 0.29% في الدول محل الدراسة.

- تشير كذلك نتائج التقدير إلى أن تأثير العمالة (II) في النمو الاقتصادي جاء سالبا ومعنويا إحصائيا عند مستوى معنوية 5%، إذ أن زيادة عدد العمال ب 1% تؤدي إلى انخفاض في النمو الاقتصادي بنسبة 0.47% في الدول محل الدراسة.

- كما تظهر نتائج التقدير أن متغيرة لوغاريتم رأس المال المادي (Ik) قد جاءت إشارتها موجبة وغير معنوية إحصائيا.

3- الاقتراحات:

- انطلاقا من النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة نقدم الاقتراحات الآتية :
- ضرورة استفادة الجزائر من مزايا الصكوك الإسلامية من خلال توفير الإطار القانوني، التشريعي والفني خاصة في ظل حاجة الجزائر لتنويع مصادرها من جهة، ودعم الصيرفة الإسلامية من جهة أخرى.
- استحداث الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات تمويلية إسلامية في الدول التي تحجم عن التعامل بها، خاصة بعد إثبات جداتها في دفع عجلة النمو الاقتصادي .
- التشجيع على إصدارات الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة تجذب المستثمرين المسلمين وكذا الغير مسلمين وتستقطب رؤوس الأموال المحلية والخارجية.
- الاستفادة من التجارب الدولية السبقة والرائدة في تطبيق الصكوك الإسلامية من خلال تعزيز التعاون الاقتصادي مع الدول المطبقة لها سابقا والاستعانة بالخبراء المتخصصين في مجال الصناعة المالية الإسلامية.
- نشر الثقافة المالية الخاصة بالاستثمار في الصكوك الإسلامية من خلال المجهودات الإعلامية و تنظيم الملتقيات الوطنية والدولية.

4- آفاق الدراسة:

- بعد الانتهاء من هذه الدراسة، ظهرت العديد من الإشكاليات التي من شأنها أن تشكل آفاق بحث جديدة مواضيع لدراسات مستقبلية ويمكن ذكرها على النحو التالي:
- كفاءة الصكوك الإسلامية الحكومية في دعم القطاعات الاقتصادية.
- مفاضلة بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية.
- أثر سوق الأوراق المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة (ماليزيا نموذجا).
- دور التصكيك الإسلامي في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر.

قائمة المراجع

أولاً: المصادر والمراجع باللغة العربية:

❖ المصادر:

- القرآن الكريم.

❖ المراجع:

- الكتب:

- 1 ابن منظور، لسان العرب، المجلد 4، الجزء 28، دار المعارف، مصر، دس
- 2 أبي الحسن أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، ج 03، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، 1979
- 3 أبي حسن علي حبيب الماوردي، المضاربة، ط1، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 1989.
- 4 أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، لبنان، 1981.
- 5 أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 6 أحمد شهاب العززي، إدارة البنوك الإسلامية، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 7 أحمد محمد محمود نصار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، ط1، دار الكتب العلمية، لبنان، 2010.
- 8 أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014
- 9 إسماعيل بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات نماذج استراتيجية)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، الأردن، 1997.
- 10 إسماعيل بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتيجيات)، ط2، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011
- 11 أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 12 إيمان عطية ناصف، محمد عبد العزيز عجمية، علي عبد الوهاب نجا، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 13 برنيه سيمون، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، أصول الاقتصاد الكلي، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1989.
- 14 جعيد البشير، محمد طاهر، المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، ط1، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2014.

- 15- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، ط1، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2008.
- 16- حامد بن حسن، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية، ط1، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2011.
- 17- حربي محمد موسى عريقات "مقدمة في التنمية والتخطيط الاقتصادي"، دار الكرم للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- 18- حسن بالعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية دراسة مقارنة، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 19- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، ط01، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 20- حسين فيلح خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، ط1، دار الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 21- خالد سعود عبد الله رشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 2013.
- 22- رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية، دار طيبة للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2019.
- 23- رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي (عقود التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية)، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2009.
- 24- رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية (الأسواق المالية في الاسلام)، المجلد 11، ط01 دار السلام للطباعة والنشر، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 2010.
- 25- رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية (الأسواق المالية في الاسلام)، المجلد 01، ط01 دار السلام للطباعة والنشر، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 2010.
- 26- رفعت السيد العوضي، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية (الأسواق المالية في الاسلام)، المجلد 03، ط01 دار السلام للطباعة والنشر، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 2010.
- 27- زهرة حسين عباس التميمي، رجاء عبد الله عيسى السلام، مصادر النمو الاقتصادي ومؤثراته، ط1، الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
- 28- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 29- سامر مظير قنطججي، ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات، دار النهضة، دمشق، سوريا، 2008.

- 30- صادق راشد حسين الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية أنشطتها، تطلعاتها المستقبلية، ط1، دار البيازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 31- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، ط01، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 32- عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الإسلامية دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2015.
- 33- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2008.
- 34- عبد المطلب عبد الرزاق حمدان، المضاربة كما تجرّبها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
- 35- عبد الوهاب الأمين، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، السعودية، 2002.
- 36- علي أحمد السالوس، الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة ج1، مؤسسة الريان للطباعة والنشر، الدوحة، قطر، 1997.
- 37- علي جمعة محمد، وآخرون، المراجعة، ط1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 38- علي محي الدين علي القره داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، ط3، دار البشائر الإسلامية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2009.
- 39- عمر أحمد كشكار، مقدمة في التمويل الإسلامية، ط1، دار الرواد للنشر، دمشق، سوريا، 2019.
- 40- فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003.
- 41- كمال حبيب، حازم البني، من النمو والتنمية إلى العولمة واللغات، ط1، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 42- مجد الدين الفيروز آبادي، القاموس المحيط، دار الحديث، القاهرة، مصر، 2005.
- 43- محمد أحمد بدر الدين، استراتيجيات النمو الاقتصادي، ط1 مؤسسة طيبة للنشر، القاهرة، ، 2017.
- 44- محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، ط1، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
- 45- محمد صالح تركي القرشي، علم اقتصاد التنمية، ط1، مكتبة الجامعة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 46- محمد عبد العزيز حسين زيد، الإجارة بين الفقه الإسلامي و التطبيق المعاصر، المعهد العالمي للفكر الإسلامية، القاهرة، مصر، 1996.
- 47- محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الطبعة 01، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 48- محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية، ط2، دار الجامعات المصرية، مصر، 1977.

- 49- محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1993.
- 50- محمد محمود، مصطفى حسين، أضواء على المعاملات المالية في الإسلام، ط2، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999.
- 51- محود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2008.
- 52- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 53- مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تأصيلية تطبيقية، دار كنوز إشبيلية، الرياض، السعودية، 2015.
- 54- مصطفى أحمد حامد رضوان، التنافسية كآلية من آليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم جهود النمو والتنمية في العالم، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2011.
- 55- مصطفى جاب الله، السياسة الاقتصادية الكلية ما بين تحقيق النمو واستهداف التضخم، ط1، الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
- 56- منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، ط2، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000.
- 57- منذر قحف، مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الرياض، 2004.
- 58- مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 59- نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم، دمشق، 2008.
- 60- نعمة الله نجيب ابراهيم، أسس علم الاقتصاد التحليل الجمعي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2001.
- 61- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء، عمان، 2003.
- 62- هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 63- يوسف حسن يوسف، الاستثمار-صناديق الاستثمارية-الأوراق المالية التجارية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2014.
- الأطروحات:
- 1- أوكيل حميدة، دور الموارد المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصادية المالية والبنوك، جامعة بومرداس، الجزائر، 2016/2015.

- 2- بدروني هدى، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية - دراسة لتجارب دولية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016-2017.
- 3- بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، جامعة غرداية، الجزائر، 2019-2020.
- 4- جلول مقاتل، أثر انتقال رأس المال البشري في تفعيل التنمية الاقتصادية في شمال شرق إفريقيا، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية واقتصاد دولي، جامعة شلف، الجزائر، 2013/2014.
- 5- حمو زعي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بالصكوك الإسلامية (تجربة بعض الدول الإسلامية والعربية)، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، قسم العلوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر 03، 2016-2017.
- 6- سفيان حلوي، دور الصكوك الإسلامية كأداة حديثة لتمويل عجز الموازنة العامة دراسة حالة السودان، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 2، الجزائر، 2018-2019.
- 7- سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي و التصكيك الإسلامية في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي- خلال الفترة (2001-2015)، قسم العلم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016
- 8- ضيف أحمد، أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي المستديم في الجزائر (2012، 1989)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2014/2015.
- 9- عبد الحق العيفة، تقييم صناعة الصكوك الإسلامية (دراسة مقارنة على مجموعة من الصكوك الإسلامية ما بين 2001-2016)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2017-2018،
- 10- عبد القادر زيتوني، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2004، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016-2017،
- 11- العقون عبد الجبار، أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض دول الخليج العربي خلال الفترة 1990-2016، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

- وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية ومالية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر
2019-2020.
- 12- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية
لتجارب بعض الأسواق المالية والعربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات
عباس، سطيف، الجزائر، 2013-2014.
- 13- مولاي بوعلام، البطالة والنمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2014، كلية
العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة يحي فارس،
المدية، الجزائر، 2015-2016.
- المجالات العلمية:
- 1- إبراهيم قاسم الشمولي، تطبيق الصكوك الإسلامية في الأردن: الإمكانيات والتحديات، مجلة العلوم الاجتماعية، العدد
06، 2015.
- 2- إبراهيم محمد عبد السميع، الصكوك الإسلامية كمنتج شرعي بديل عن الأدوات الربوية، ودورها في تحقيق التنمية
الاقتصادية، مجلة كلية أصول الدين والدعوة، العدد 35، الجزء 01، العدد 35، 2017.
- 3- أحمد بن خليفة، حفوظة الأمير عبد القادر، مساهمة الصكوك الإسلامية في تحسين عجلة التنمية بالجزائر- تجربة
السودان نموذجاً-، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 03، أوت 2017.
- 4- أجد سالم قويدر لطافية، محمد شريف بشير الشريف، مخاطر الصكوك الإسلامية في سوق المملكة العربية السعودية، مجلة
مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، العدد 55، أبريل 2014.
- 5- أيمن العشعوش، اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية، مجلة
جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 39، العدد 05، 2020.
- 6- باسل يوسف الشاعر، هيام محمد الزيدانين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، علوم
الشريعة والقانون، المجلد 43، ملحق 3، 2016.
- 7- عباس منيرة، التوريق بين الواقع العملي والتكليف الشرعي -دراسة حالة ماليزيا-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية،
المجلد الرابع، العدد 01، جوان 2017.
- 8- بختي عمارية، مساهمة البنوك الإسلامية في تنمية الصكوك الإسلامية في سوق الإمارات، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية
والدراسات، العدد 03، أبريل 2018.
- 9- بربري محمد أمين، وآخرون، مخاطر الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها، المجلد
02، عدد خاص، أبريل 2018.

- 10- بوداب سهام، صناعة الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 08، ديسمبر 2017.
- 11- بوشلاغم نور الدين، حاكمي بوحفص، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي لأدوات الدين في التمويل والتنمية، أبعاد اقتصادية، العدد 07، 2017.
- 12- بوعبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 45، 2016.
- 13- بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015.
- 14- بولعرج سهيلة، صفيح صادق، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1993-2017، المجلد 10، العدد 01، 2012.
- 15- حبيبة رميثة، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل عجز الخزينة العمومية بالجزائر، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 2، ديسمبر 2017.
- 16- حكيم براضية، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في إدارة السيولة وتمويل الموازنة العامة دراسة تجربة السودان 2008-2015، مجلة المعيار، العدد 16، ديسمبر 2016.
- 17- حماد مصطفى نزيه، التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها وتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية دراسة في القانون الكويتي والمصري، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، العدد 04، 2019.
- 18- دين مختارية، مميزات الصكوك الإسلامية ودورها في عملية التمويل، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، العدد 01، 2019.
- 19- رابح خوخي، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 06، جوان 2014.
- 20- راضية لسود، وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، المجلد 01، عدد خاص، 2018.
- 21- ربيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، مجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، 2014.
- 22- رشيد دغال، دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 92، 2015.
- 23- زبير عياش، فطيمة الزهراء فنازي، صناعة الصكوك الإسلامية في العالم العربي بين ريادة دول وانطلاقة دول -دراسة تحليلية لمجموعة تجارب عربية -، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 03، العدد 01، مارس 2019.

- 24- الزعبي حمو، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية، المجلد 02 العدد 05، 2011.
- 25- الزعبي حمو، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية- أهمية الابتكارات المالية الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي: صكوك الاستثمار الإسلامية نموذجاً، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد 02، ديسمبر 2017.
- 26- زكريا يحيى جمال، البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، المجلد 12، العدد 2012، 21.
- 27- زكية بوسنة، فطيمة الزهرة نوي، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق، مجلة الاقتصادية المالية، البنكية وإدارة الأعمال، العدد 07، ديسمبر 2018.
- 28- سارة بوسعيد وآخرون، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 01، عدد خاص أبريل 2018.
- 29- ساسي زميم العجيلي، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية) مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 04، العدد 01، 2016.
- 30- سعود بن ملح العنزي، محمود علي السراطوي، صكوك المراجعة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد 01، 2013.
- 31- سعيدة بورديم، الصكوك الإسلامية: مراوحة بين المخاطر وسبل المعالجة، مجلة بحوث، العدد 10، الجزء الثاني، 2016.
- 32- سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية ومخاطر تداولها، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 07، ديسمبر 2018.
- 33- سليمان بن زايد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 20، العدد 01، 2014.
- 34- سمير غويني، كمال رزيق، مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 01، 2017.
- 35- سهام مسغوني، رايح بالعباس، أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في ظل تقلبات أسعار النفط- دراسة قياسية لبعض من الدول العربية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 20، العدد 01، 2020.
- 36- صفاء عبد الله معطي، محمد أحمد سالم بلحوصل، استخدام تحليل بيانات البانل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة 2006-2013، مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد الثاني، العدد 1، 2019.
- 37- الصوفي ولد الشيباني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه العدد 34، 2015.

- 38- عبد الصمد سعودي، بن العارية أحمد، برامج الاستثمارات العمومية كآلية للتنويع الاقتصادي وزيادة معدلات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2001-2019)، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 04، 2017
- 39- عبد الغني مخلق، الطيب بولحية، الصكوك الإسلامية بديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر على ضوء التجربة الإماراتية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 01، مارس 2021.
- 40- عدنان محمد يوسف رابعه، صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة البحوث العلمية والدراسات الإسلامية، العدد 07، 2015.
- 41- عدنان خولة، وآخرون، أثر تقلبات أسعار النفط على معدلات النمو الاقتصادي- دراسة حالة الجزائر وقطر-، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2019.
- 42- عزازي فريدة، أثر أسعار النفط على استهلاك الطاقة المتجددة في دول المغرب العربي للفترة (1990-2014) دراسة قياسية باستعمال معطيات بانل، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 09، العدد 01، مارس 2018.
- 43- عقاب بن صلفيق بن عايد الشمري، الصكوك التمويلية في الشركات المساهمة، المجلة العربية للنشر العلمي، العدد 10، 2019
- 44- علي محمد الصوا، مادو غني بن سيلا، صكوك المنافع والخدمات والمخاطر علاجها، مجلة كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، المجلد 33، العدد 02، 2016.
- 45- علي محمد الموسى، الصكوك الإسلامية (مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها)، مجلة جامعة الشارقة، العدد 02، المجلد 13، ديسمبر 2016
- 46- علي محمد الموسى، مادو غني سيلا، الصكوك الاستثمارية: مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 13، العدد 02، 2016.
- 47- عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 18، جوان 2017.
- 48- غالي بن براهيم، محمد سلطاني، القدرة التنموية للصكوك المالية الإسلامية، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، الملف الخاص الرابع، جانفي 2005.
- 49- غربي حمزة، وفاء جيلاحي، الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 03، مارس 2018.
- 50- فاطمة الزهرة بن زيدان، محمد راتول، دور الاستثمار في البنية التحتية في تحقيق النمو المستدام-دراسة التجربة الصينية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات اقتصادية-، المجلد 30، العدد 01، 2015.
- 51- فالخ نغميش، مطر الزبيدي، الصكوك الإسلامية تطورها ودورها في عمليات التمويل، مجلة دنانير، العدد العاشر، 2018.

- 52- فريد مشري، صبرينة عتروس، السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات-تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، 2016.
- 53- فطيمة بزغية، تحليل دور الابتكار في النمو الاقتصادي بين نماذج النيوكلاسيكية ونماذج النمو الداخلية، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12، المجلد 2، 2017.
- 54- قاسم محمد حزم، حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها-دراسة فقهية معاصرة، مجلة العلوم والبحوث الإسلامية، كلية العلوم والآداب، جامعة جدة، العدد 17، 2016.
- 55- كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014.
- 56- لمسلم عبلة، صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 02، 2015.
- 57- محسن حبيب، الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية - تجربة ماليزيا، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 33، العدد 02، 2019.
- 58- محسن عبد الحبيب، الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية-تجربة ماليزيا نموذجاً، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية-المجلد 33، العدد 02، قسنطينة، الجزائر، 2019.
- 59- محمد بوجوم، الصكوك الإسلامية مدخل استراتيجي لتمويل التنمية الاقتصادية ، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 17، جوان 2019،
- 60- محمد زيدان، حكيم براضية، مستقبل الصكوك الإسلامية في أعقاب الأمة المالية العالمية لعام 2008، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 03، جوان 2015.
- 61- مريم حاج عبد القادر، وفاء القرصو، أثر التمويل المصرفي الاسلامي على النمو الاقتصادي-دراسة قياسية للتجربة الإندونيسية-، مجلة دراسات وأبحاث، المجلد 12، العدد 04، 2020
- 62- مناد أحمد، مختاري فيصل، اقتصاد المعرفة والنمو الاقتصادي في الدول الناشئة، دراسة قياسية خلال الفترة 1996-2016، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 06، العدد 02، 2020.
- 63- مولود كبير، بهلول مراد، أثر الاستثمار على النمو الاقتصادي في المدى البعيد في الجزائر مقارنة مع مصر خلال الفترة 1980-2014، مجلة البديل، العدد 07، 2017.
- 64- ميمونة محجوز، عبد الرزاق حبيب، الصكوك الإسلامية وتحديات اصدارها، مجلة الشريعة والاقتصاد، المجلد 09، العدد 17، 2020.
- 65- نجلاء عبد المنعم، هنيذة بوبكر، أثر آليات تطبيق الصكوك السيادية الإسلامية على النمو الاقتصادي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمي، العدد 102، نوفمبر 2020.

- 66- نعم إسماعيل محمود، التمويل بسندات المقارضة دراسة فقهية مقارنة، مجلة كلية أصول الدين والدعوة بأسبوط، العدد 34، الجزء 02، 2016.
- 67- نجاد طوابية، لطيفة بعلوم، الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي لتحقيق التنمية الاقتصادية وسد العجز الموازي، ماليزيا نموذجاً، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، أوت 2019.
- 68- نوال باهي، أيمن فريد، الصكوك المالية الإسلامية كبديل متاح لتمويل عجز الموازنة العامة في الجزائر في الجزائر في ظل الأوضاع الراهنة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 04، سبتمبر 2016.
- 69- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية - البحرين-، مجلة الباحث، العدد 09، 2011.
- 70- نور الدين كروش، التصكيك الإسلامي والتسنييد: دراسة مقارنة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 8، ديسمبر 2017.
- 71- نور الدين كروش، عماد معوشي، الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 01، سبتمبر 2017.
- 72- نور الهدى دحماني، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 37، 2015.
- 73- يوسف تيري، الصكوك الإسلامية، مخاطرها وآليات إدارتها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 13، 2015.
- 74- أحمد بلخير، صكوك الاستصناع وأهميتها ضمن البدائل التمويلية في الاقتصاد الجزائري، مجلة الحقوق الإنسانية - دراسات اقتصادية - العدد 2016، 32.
- الملتقيات، المؤتمرات والندوات:
- 1- أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013.
- 2- رحمان سناء، ديلمى فتيحة، الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، يومي 04 و 05 فيفري 2019.
- 3- زواق الحواس، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر يومي 05 و 06 ماي 2014.
- 4- زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق علاجها، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الصيرفة والتمويل الإسلامي الممارسات والتقاضي عبر الحدود (15-16 يونيو 2010).

- 5- صليحة حفيفي، التمويل الإسلامية كآلية لتحقيق التنمية المستدامة في الأسواق الجديد الصكوك الإسلامية نموذجاً، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17 و18 ديسمبر 2019
- 6- عبد الستار أو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 مايو 2010،
- 7- عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب، المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى العلمي الدول حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، مان، الأردن، يومي 01 و02 ديسمبر 2010،
- 8- عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول إلى التأصيل، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 مايو-3 يونيو 2009
- 9- العيفة عبد الحق، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية (دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية، يومي 05-06 ماي 2014
- 10- فتح الرحمان علي محمد صالح، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى حول تحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، الخرطوم، 05-06 أبريل 2012.
- 11- مفتاح صالح، رحال فطيمة، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس تعاون الخليج، بحث مقدم إلى مؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 05-06 ماي 2014، ص 10.
- 12- محمد جعفر محمد هني جعفر هني، التصكيك الإسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان في الجزائر، بحث مقدم إلى مؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية الإسلامية جامعة سطيف، يومي 05-06 ماي 2014
- 13- محمد علي القري، أحكام ضمان الصكوك وعوائدها، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة حول الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية عرض وتقييم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 مايو 2010،
- 14- محمود سحنون، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في التقليل من أزمات الديون السيادية، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى الوطني حول الأسواق المالية والعملة المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي أمين العقال الحاج موسى أقي أحموك بتامنغست، يومي 09 و10 أبريل 2013.
- 15- مختار بونقاب، زوايد لزهاري، الصكوك الإسلامية السيادية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة دراسة تجارب بعض الدول، ورقة بحثية مقدمة إلى المنتدى العلمي الدولي حول: الآليات الحديثة

لتمويل التنمية الاقتصادية: نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، يومي 25 و26 أبريل 2018.

- 16- معبد على الجارحي، عبد العظيم جلال أبوزيد، "أسواق الصكوك وكيفية الارتقاء بها"، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم - المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25 ماي، 2010.
- 17- وسام شالور، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية للبتر وكيمياويات -سبكيم-، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الدول حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة سطيف، يومي 05-06 ماي 2014.

- القرارات:

- 1- المعيار رقم 07، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، كولالمبور، ماليزيا، جانفي، 2009.
- 2- المعايير الشرعي رقم 17، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2003.
- 3- قرار رقم 30(4/3) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، جدة، المملكة العربية السعودية، 1988.

- التقارير:

- 1- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2010
- 2- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2011
- 3- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2012
- 4- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2013
- 5- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2014
- 6- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2015
- 7- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2016
- 8- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2017
- 9- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2018
- 10- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2019
- 11- التقرير السنوي لبورصة البحرين 2020

12- islamic finance development advancing economies. Report, refinitiv ,2021

- 13- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 1th edition, April 2011
- 14- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 2th edition, April 2012
- 15- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 3th edition, April 2013
- 16- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 4th edition, April 2014
- 17- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 5th edition, April 2016
- 18- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 6th edition, April 2017
- 19- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 7th edition, April 2018
- 20- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 8th edition, April 2019
- 21- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report,9 th edition, April 2020
- 22- International Islamic Financial Market ,annual Sukuk Report, 10th edition, April 2021

- 23- bond pricing agency malaysia,the malaysian bond and sukuk, almanac report ,2020
- 24- ISLAMIC RESEARCH AND TRAINING INSTITUTE, ISLAMIC FINANCE IN SAUDI ARABIA: Leading the Way to Vision 2030,2020

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- AHMED ZEKAN , dépenses publique productives , croissance à long terme et politique économique essai d'analyse économétrique appliquée an

- cas d'Algérie, thèse de doctorat, faculté des science économique et science gestion ,spécialité science économique, université d'Alger ,2002 -2003
- 2- Alfanso vovales, *economic growth* ,2ed, springer, 2014
- 3- Ali Arsalan Tariq, Humayon Dar, **Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization**, Thunderbird International Business Review, Vol. 49(2), april 2007
- 4-BENBEKHTI Seyf Eddine, **Islamic finance : A promising form of financing in frastructure's projects A proposal for a solar energy station financed by islamic sukuk**, Strategy and Development Review, Volume 09, N° : 16
- 5- Esman Nyamongo, *Panel Data Analysis With Special Application to Monetary Policy Transmission Mechanism*, COMESA Monetary Institute (CMI), kenya,2019
- 6- Houcem Smaoui, Mohsin Khawaja, *The Determinants of Sukuk Market Development Article in Emerging Markets Finance and Trade* · November 2016
- 7- KyungSo Im, . Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, **Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels** », **revised version of DAE**, Journal of Econometrics, University of Cambridge
- 8- Levin. A, Lin. C-F, , « **Unit Root Test in Panel Data: Asymptotic and finite sample properties** », Journal of Econometrics, N21, 2002
- 9- -Mohamad Zaid Mohd Zin, et al, **The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market**, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12),
- 10- Pedroni. Peter, , *Panel Cointegration: Asymptotic and Finite sample properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis*, Econometric Theory, 20 (3), 2004.
- 11- Rick Szostak , **the course of economic growth pinterdisciplinary prespectives**, canada, 2009.

- 12- Tahmoures A. Afshar, **Compare and Contrast Sukuk (Islamic Bonds) with Conventional Bonds, Are they Compatible?**, The Journal of Global Business Management Volume 9, Number 1, February 2013
- 13- tika arundina , rahmatina kasri, Impact of Sukuk Market Development on Indonesian Economic growth, International Journal of Applied Business and Economic Research, Volume15, number03, 2017
- 14- *Timothy J. Vogelsang, Heteroskedasticity, Autocorrelation, and Spatial Correlation Robust Inference in Linear Panel Models with Fixed-Effects, Departments of Economics, Michigan State University, June 2011.*

ثالثا: المواقع الالكترونية:

- 1- <http://www.tadwul.com.Sa/wps/portal!/ut/p/c1/04> السوق المالية السعودية، تاريخ الإطلاع 2022/03/15، سا 10:58
- 2- <http://www.tadwul.com.Sa/wps/portal!/ut/p/c1/04> السوق المالية السعودية، تاريخ الإطلاع 2022/03/15، سا 10:58
- 3- السوق المالية الإسلامية الدولية، تاريخ الإطلاع 2022-03-07، سا 11:39، على الموقع الإلكتروني: <https://www.iifm.net/3>

الملاحق

الملحق رقم (01): اصدار الصكوك الإسلامية في الدول محل الدراسة (2001-2020) (مليار دولار)

السنة	ماليزيا	اندونيسيا	السعودية	الإمارات	البحرين
2001	0.68	0	0	0	0.1
2002	0.761	0.19	0	0	0.12
2003	4.073	0.64	0.5	0	0.23
2004	4.957	0.84	0.415	1.16	0.545
2005	7.113	0.6	0.5	0.95	1.113
2006	15.06	0	0.8	8.24	0.481
2007	26.529	0.193	5.683	10.41	1.137
2008	5.879	0.681	1.874	6.15	0.891
2009	12.477	1.555	2.756	3.95	1.045
2010	40.079	3.074	2.991	1.08	0.722
2011	58.236	3.376	2.532	4.22	2.532
2012	102.02	6.425	0.517	6.47	1.285
2013	93.49	6.77	16.2	8.13	2.71
2014	75.24	5.11	12.08	5.72	2.46
2015	28.48	9.56	3.35	9.56	9.56
2016	52.152	19.98	32.2	3.4	3.67
2017	52.1	14.36	31.73	3.4	3.66
2018	57.81	16.67	22.58	8.99	3.16
2019	63.62	19.41	28.47	9.31	2.85
2020	66.19	26.05	27.25	9.7	5.66

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- التقارير الصادرة من السوق المالية الإسلامية الدولية (iifm) للسنوات (2011-2021).

- ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

Securities Commission of Malaysia: Annual Reports:2001-2020

-kuwait financial center, Markaz Analysis. Annual Reports:

2019-2018-2017-2016-2010-2009-2008

الملاحق رقم (2): تقدير نماذج بانل الساكن

الجدول رقم (1): تقدير نموذج الانحدار التجميعي (PRM)

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	100
Model	61.2403118	3	20.4134373	F(3, 96)	=	45.42
Residual	43.1435315	96	.449411786	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5867
				Adj R-squared	=	0.5738
Total	104.383843	99	1.05438226	Root MSE	=	.67038

lgdppc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lk	.0849368	.3818764	0.22	0.824	-.6730818 .8429554
ll	-.4772482	.0418388	-11.41	0.000	-.5602977 -.3941988
lsuk	.2913156	.0652215	4.47	0.000	.1618518 .4207793
_cons	16.14061	1.265248	12.76	0.000	13.62911 18.65211

الجدول رقم (2): تقدير نموذج الآثار الثابتة (FEM)

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	100
Group variable: country1	Number of groups	=	5
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.6937	min =		20
between = 0.1121	avg =		20.0
overall = 0.1596	max =		20
corr(u_i, Xb) = 0.0851	F(3,92)	=	69.46
	Prob > F	=	0.0000

lgdppc	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
lk	.7825655	.1526029	5.13	0.000	.479483 1.085648
ll	-.1044531	.1002488	-1.04	0.300	-.3035559 .0946498
lsuk	.277919	.0314153	8.85	0.000	.2155254 .3403126
_cons	7.957603	1.465621	5.43	0.000	5.046752 10.86845
sigma_u	1.0283593				
sigma_e	.20151882				
rho	.96301919	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(4, 92) = 242.60 Prob > F = 0.0000

الجدول رقم (3): تقدير نموذج التأثيرات العشوائية (REM)

Random-effects GLS regression	Number of obs =	100
Group variable: country1	Number of groups =	5
R-sq:	Obs per group:	
within = 0.6825	min =	20
between = 0.4780	avg =	20.0
overall = 0.4822	max =	20
corr(u_i, X) = 0 (assumed)	Wald chi2(3) =	185.03
	Prob > chi2 =	0.0000

lgdppc	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lk	.858059	.1605128	5.35	0.000	.5434598	1.172658
ll	-.2888416	.0797857	-3.62	0.000	-.4452186	-.1324646
lsuk	.3103121	.0312976	9.91	0.000	.2489699	.3716543
_cons	10.58823	1.221286	8.67	0.000	8.194549	12.9819
sigma_u	.393582					
sigma_e	.20151882					
rho	.79229472	(fraction of variance due to u_i)				

الملحق رقم (03): نتائج اختبار (Housman) للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الآثار العشوائية (REM)

	— Coefficients —			
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
lk	.7825655	.858059	-.0754935	.
ll	-.1044531	-.2888416	.1843886	.0606966
lsuk	.277919	.3103121	-.0323931	.0027172

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \chi^2(3) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 9.17 \\ \text{Prob}>\chi^2 &= 0.0271 \\ (V_b-V_B \text{ is not positive definite}) \end{aligned}$$

الملحق رقم (04): الاختبارات التشخيصية

الجدول رقم (1): اختبار الكشف عن مشكل الارتباط الذاتي

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
F(1, 4) = 29.020
Prob > F = 0.0057

الجدول رقم (2): اختبار الكشف عن مشكل عدم التجانس

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (5) = 19.34
Prob>chi2 = 0.0017

الجدول رقم (3): اختبارات الكشف عن مشكلة الارتباط بين المقاطع

Correlation matrix of residuals:

	__e1	__e2	__e3	__e4	__e5
__e1	1.0000				
__e2	0.3215	1.0000			
__e3	0.2335	0.4946	1.0000		
__e4	-0.2832	0.3704	0.4300	1.0000	
__e5	-0.4756	0.0866	-0.0867	0.3895	1.0000

Breusch-Pagan LM test of independence: chi2(10) = 23.955, Pr = 0.0077
Based on 20 complete observations over panel units

الملحق رقم (05): نتائج التقدير باستخدام طريقة (Driscoll and Kraay)

Regression with Driscoll-Kraay standard errors Number of obs = 100
Method: Pooled OLS Number of groups = 5
Group variable (i): country1 F(3, 4) = 1123.99
maximum lag: 2 Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5867
Root MSE = 0.6704

lgdppc	Drisc/Kraay		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
lk	.0849368	.4096018	0.21	0.846	-1.0523	1.222174
ll	-.4772482	.0278147	-17.16	0.000	-.5544743	-.4000222
lsuk	.2913156	.0752157	3.87	0.018	.0824832	.5001479
_cons	16.14061	1.179027	13.69	0.000	12.86711	19.41411