



جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكايمي

الميدان: علوم اقتصادية ، علوم التسيير والعلوم التجارية

الشعبة : علوم التسيير

التخصص : ادارة مالية

بعنوان :

**تطوير سوق الصكوك الإسلامية بالجزائر  
دراسة لتجربتي ماليزيا والسودان والسبل الاستفادة منهما**

إعداد الطالبتين :

لعماري نسيمه

بن الضيف أحلام

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2019/09/23

أمام اللجنة المكونة من السادة :

د. براهيم شاوش توفيق .....رئيسا

د. حسين رحيم ..... مشرفا

د. مليكاوي مولود ..... مناقشا

السنة الجامعية 2019/2018

قال الله تعالى :

(إِنَّا نَحْنُ نَزَّلْنَا الذُّكْرَ وَإِنَّا لَهُ لَحَافِظُونَ) العبر/ آية 9

صدق الله العظيم

## الأمراء

الحمد لله رب العالمين والصلوة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين

أهدي هذا العمل إلى من ربّني وأنارني دربي وأعانني بالصلوات والدعوات ، إلى أعلى

إنسان في هذا الوجود أمي الحبيبة

إلى من عمل بك في سبيلي وعلمني معنى الكفاح وأوصلني إلى ما أنا عليه أبي الكريم

أدامه الله لنا

إلى الشمعة التي تنير حياتي وتبعث في الحب والحنان ولذة كحدي إبني ريّاد حفظه الله لي

إلى رفيق الدرب والحياة زوجي شايبة الذقن عادل

إلى كل اخوتي كل باسمه ( مفتاح ، اليزيد ، فريد ، رانية ، ربيعة ) وأبنائهم وأزواجهم وزوجاتهم

إلى كل عائلة بن الضيف السعيد وشايبة الذقن الحواس

إلى من تبعني معي بجد وكامل لإتمام هذا البحث صديقتي لعماري نسيم

إلى كل طلبة ماستر ادارة مالية دفعة 2019

بن الضيف أعلام

## الإهداء

إلى أعمز الناس وأقربهم إلى قلبي، والدتي العزيزة ووالدي العزيز اللذان كان عوننا وسندا لي ، وكان لدعائهما المبارك أعظم الأثر في تسيير سفينة الهمم حتى ترسو على هذه الصورة .

إلى عمي العزيز الأب الثاني لي اعماري صالح وزوجته

إلى عمتي رحمة الله وأسكنها فسيح جناته

إلى إخوتي سند ظمري ( بشير ، أحمد ، محمد ، مسعود ) وزوجاتهم، دون نسيان زهور المنزل مريم ودعاء حفظهما الله لوالديهما بشير

والى ابنة عمي اعماري سماء وزوجها بطولي منير وأبنائهم ( ايمان ، خيلاء الدين ، الحسين حبيب الله ، فاطمة )

إلى جميع خالاتي وأبنائهم وعائلاتهم

إلى اخواني وأبنائهم : بوزيد والطيب ويوسف رحمهم الله وأسكنهم فسيح جناتهم

والى رفيقاتي دربي بن فرج خديجة و مقراني كندة وبن الصيفة أحلام

إلى جدي أطال الله في عمرها وحفظها وحماها مع الدعوة لها بالشفاء يا رب

اعماري نسيم

## تشكرات

الحمد لله حمدا طيبا مباركا كما يليق لجلال وجهه الكريم ولعظيم سلطانه  
يقول سبحانه وتعالى " لئن شكرتم لأزيدنكم" ، وليس ذلك على الله بعزيز، فالشكر  
والحمد لله على كل النعم التي لا تعد ولا تحصى .

نتقدم بأسمى آيات الشكر والتقدير لأستاذنا الفاضل الدكتور : رحيم حسين على  
إشرافه على هذا العمل، وما تقدم به من نصح وتوجيه وإرشاد طيلة فترة البحث،  
ونسأل الله العليّ القدير أن يكون ممن قال فيهم الله " من المؤمنين رجال صدقوا  
ما عاهدوا الله عليه...."

كما لا ننسى أن نشكر كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد لإتمام هذا البحث .

الطالبة :

لعمار بن نسيمة

بن الضيفه أحلام

## مستخلص الدراسة :

هدفت هذه الدراسة الى إبراز أهمية إقامة سوق للصكوك الاسلامية بالجزائر، باعتبارها أداة لتمويل وتعبئة الموارد المالية بطريقة شرعية، بدلا من التمويل التقليدي، والذي يقوم على نظام الفائدة، حيث تم تسليط الضوء على التجريبتين الماليزية والسودانية، وذلك باستعراض أهم الصكوك التي أصدرتها كل من الحكومتين السودانية والماليزية، وقد خلصت هذه الدراسة الى أن الصكوك الإسلامية ساهمت في تغطية عجز الموازنة وتمويل مشاريع البنى التحتية وتنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية في دولة السودان، كما ساهمت في تمويل مختلف القطاعات (المواصلات ، العقارات ، الصناعة، الخ.) وتحقيق التنمية الاقتصادية في دولة ماليزيا.

## الكلمات المفتاحية:

صكوك الاسلامية، تمويل الاسلامي، عجز الموازنة، تصكيك، سوق المال الإسلامي.

## Résumé:

Cette étude a pour objectif de mettre en évidence l' importance d' établir un marche de Sukuks en Algérie , en tant qu' un outil de financement et de mobilisation de ressources financières conformément a la charia islamique, en élargissant ainsi le marché traditionnel actuel, basé sur le système d intérêt.

Pour l étude pratique on a pris dans notre échantillon deux expériences: la Malaisie et le Soudan, vu leur avancée dans ce domaine. L' étude a conclu que mes sukuks ont contribué efficacement dans le financement du déficit budgétaire et des infrastructures au soudan, comme elle a été un moyen pour financer plusieurs secteurs économiques ( transport, ommobilier, industrie,etc.)en Malaisie.

## les mots clés:

Soukuk, finance islamique, déficit budgétaire, titrisation, marché des capitaux islamique.

## فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

| الصفحة  | العنوان  |
|---|--|
| -   | الإهداء  |
| -   | التشكرات   |
| -   | مستخلص الدراسة   |
| I   | قائمة المحتويات  |
| II  | قائمة الجداول  |
| III   | قائمة الأشكال البيانية   |
| أ-ج   | المقدمة  |
| الفصل الأول :   |  |
| التأصيل النظري للصكوك الإسلامية                                       |  |
| 07  | تمهيد  |
| 08  | المبحث الأول : ماهية الصكوك الاستثمارية الإسلامية                    |
| 08  | المطلب الأول : تعريف الصكوك الاستثمارية وأنواعها                     |
| 18  | المطلب الثاني : أهداف الصكوك الإسلامية                               |
| 18  | المبحث الثاني : أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد        |
| 18  | المطلب الأول : أهمية وخصائص الصكوك الإسلامية                         |
| 21  | المطلب الثاني : دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد                     |
| 23  | المبحث الثالث : الدراسات السابقة                                     |
| 24  | المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة                                  |
| 25  | المطلب الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة             |
| 27  | خلاصة  |
| الفصل الثاني :  |  |
| دراسة ميدانية حول تجربتي السودان وماليزيا في استخدام الصكوك الإسلامية |  |
| 29  | تمهيد  |
| 30  | المبحث الأول : دراسة تجربتي ماليزيا والسودان في الصكوك الإسلامية     |
| 30  | المطلب الأول : تطبيق الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودورها التمويلي     |
| 36  | المطلب الثاني : تطبيق الصكوك الإسلامية في السودان ودورها التمويلي    |
| 45  | المبحث الثاني : متطلبات إقامة سوق للصكوك الإسلامية بالجزائر          |
| 45  | المطلب الأول : الدعائم الأساسية لإقامة سوق للصكوك الإسلامية بالجزائر |
| 46  | المطلب الثاني : الدور المتوقع للصكوك الإسلامية في الجزائر            |
| 48  | خلاصة  |
| 50  | الخاتمة  |
| 54  | قائمة المصادر والمراجع   |



## قائمة الجداول

| الصفحة | عنوان الجدول   | رقم الجدول    |
|--------|--|---------------|
| 30     | التطور الكلي لإصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا كنسبة % من اجمالي اصدارات لسنوات (2013-2017) | الجدول رقم 01 |
| 32     | أنواع الصكوك الاسلامية المتداولة في ماليزيا  | الجدول رقم 02 |
| 33     | تطور اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا حسب نوعها خلال الفترة 2013-2017                       | الجدول رقم 03 |
| 35     | توزيع الصكوك الماليزية حسب القطاعات خلال الفترة ( 1996-2014 )                                | الجدول رقم 04 |
| 37     | توزيع شهادة المشاركة الحكومية السودانية حسب نوع العميل خلال الفترة ( 2013-2017 )             | الجدول رقم 05 |
| 39     | توزيع شهادة "الشامة" حسب نوع العميل خلال (2013-2017)   | الجدول رقم 06 |
| 41     | توزيع شهادة صكوك الاستثمار الحكومية "صرح" حسب نوع العميل خلال الفترة ( 2013-2017 )           | الجدول رقم 07 |
| 42     | نشاط تداول الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية   | الجدول رقم 08 |
| 44     | مساهمة الصكوك الحكومية السودانية في تمويل عجز الموازنة العامة خلال الفترة ( 2013-2017 )      | الجدول رقم 09 |

## قائمة الأشكال البيانية

| الصفحة | عنوان الشكل   | رقم الشكل    |
|--------|---|--------------|
| 11     | هيكله صكوك المضاربة   | الشكل رقم 01 |
| 12     | هيكله صكوك المشاركة   | الشكل رقم 02 |
| 14     | هيكله صكوك الإجارة  | الشكل رقم 03 |
| 16     | هيكله صكوك الإستهناع  | الشكل رقم 04 |
| 16     | هيكله صكوك المرابحة   | الشكل رقم 05 |
| 17     | أنواع الصكوك الاسلاميه  | الشكل رقم 06 |
| 31     | التطور الكلي لإصدار الصكوك الاسلاميه كنسبة % من إجمالي إصدارات في ماليزيا | الشكل رقم 07 |
| 43     | الحجم الكلي المتداول للصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية                | الشكل رقم 08 |
| 43     | نشاط تداول الصكوك والشهادات في سوق الخرطوم للأوراق المالية                | الشكل رقم 09 |
| 44     | أدوات الدين الداخلي لتمويل عجز الموازنة خلال الفترة 2013-2017             | الشكل رقم 10 |

مقدمة

## تمهيد

تعد الهندسة المالية الإسلامية اداة حديثة تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية ، تتضمن ابتكار أدوات مالية وآليات تمويل جديدة ، ومن بين أبرز المنتجات التي ابتكرتها الهندسة المالية الإسلامية واستطاعت أن تسد بها حاجة المجتمع الاسلامي بمصادر تمويلية مستمدة من روح الشريعة الاسلامية ما يسمى بالصكوك الاسلامية ، والتي تعد كبديل شرعي للسندات التقليدية المقترنة بفوائد ثابتة ( الحاملة لعناصر الربا ) ، وقد اكتسبت خلال السنوات الاخيرة أهمية بالغة لكونها تعد من أهم الأدوات التمويلية الاسلامية الواعدة، حيث شهدت انتشارا ونموا واسعا واستثنائيا كبدائل شرعية ناجحة للدول والمؤسسات الاسلامية في تمويل مشاريعها، الكبيرة منها والمتوسطة، وحتى الصغيرة ، ولقد أثبتت التجربة العملية للصكوك الاسلامية نجاحا هائلا في بعض البلدان الإسلامية على غرار دولتي السودان وماليزيا، بعد استفادتهما من المزايا التي توفرها الهندسة المالية .

## أولا : مشكلة الدراسة

يتيح تطوير سوق للصكوك الاسلامية بالجزائر توسيع نطاق السوق المالي وتنويع ادوات التمويل ، لاسيما في ظل الانفتاح على المالية التشاركية ( نظام رقم 18-02 في 04/ 11/ 2018 ) من جهة ، وللجوء الى التمويل غير التقليدي ( طبع النقود ) من جهة ثانية.

ومن هذا المنطلق يمكن صياغة الاشكالية الرئيسية لهذا البحث في السؤال الرئيسي التالي:

**كيف يمكن إنشاء سوق للصكوك الاسلامية بالجزائر ؟**

وتتدرج تحت هذا السؤال الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية، والتي تدور حولها هذه الدراسة :

- ما المقصود بالصكوك الاسلامية ؟ وما أهميتها ؟
- ماهي أهم أنواع الصكوك الاسلامية ودورها التمويلي ؟
- مامدى صناعة الصكوك الاسلامية في تمويل الاقتصاد السوداني والماليزي ؟
- الى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الاسلامية في تفعيل وتطوير السوق الاسلامي الجزائري ؟

## ثانيا : فرضيات الدراسة

محاولة لإيجاد اجابة على التساؤلات أعلاه تم اقتراح الفرضيات التي حاولنا اختبار صحتها من عدمها، وهي كالتالي :

- يمكن أن تلعب الصكوك الاسلامية دورا هاما في تمويل الاقتصاد .
- تعتبر الصكوك الاسلامية البديل الانسب للأساليب التقليدية في تمويل عجز الموازنة العامة .
- حققت تجارب تطبيقات الصكوك الاسلامية نتائج معتبرة في العديد من الدول .

## ثالثا : أسباب اختيار الموضوع

- إن اختيارنا لهذا الموضوع يرجع الى عدد من المبررات والأسباب، والتي منها :
- باعتباره موضوع جديد من المواضيع الحديثة .
- الرغبة في البحث في مجال الاقتصاد الاسلامي عامة .
- الاقتناع التام بأهمية الدور الذي تلعبه منتجات الهندسة المالية الإسلامية وبالأخص الصكوك الإسلامية في تنشيط أسواق رأس المال الاسلامية وتمويل اقتصاديات الدول.

## رابعا : أهمية الدراسة

- 1- الأهمية بالنسبة للباحث : تتبع اهمية الدراسة بالنسبة للباحث في ناحيتين أساسيتين هما :
  - يمثل نقطة دخول الى عالم الاهتمام بهذا الجانب من الاقتصاد، وولوجه من أهم أبوابه في العصر الحديث، وهي سوق رأس المال الاسلامي بصفة عامة، والصكوك الاسلامية بصفة خاصة .
  - محاولة اكتساب ثروة معرفية في هذا المجال والوقوف على الواقع العملي الذي حققته الصكوك الاسلامية في بعض البلدان ، من خلال تجربتي ماليزيا والسودان .
- 2- الأهمية بالنسبة للمجتمع : يمكن لهذه الدراسة أن تفيد المجتمع في الجوانب التالية :

- إن البحث في ميدان الصكوك الاسلامية يمكن المستثمرين المسلمين بصفة خاصة من حماية أموالهم وتمييزها، مما يساهم في ترشيد القدرات والإمكانيات الاقتصادية لكل الأمة الاسلامية .
- من جهة أخرى يمكن أن تكون هذه الدراسة كمنار لتوجيه المجتمع الاسلامي عامة، والمجتمع الجزائري خاصة، للتعامل بالأدوات الاستثمارية القائمة على مبدأ المشاركة .

### 3- الأهمية بالنسبة للمكتبة الاقتصادية الاسلامية :

- يمكن أن يكون هذا البحث كمرجع يعتمد عليه في اكتساب بعض المعارف وأخذ نظرة عن الصكوك الاسلامية .
- يمكن أن توفر هذه الدراسة ايضا بعض نقاط الانطلاق للبحث في مواضيع أخرى في مجال الاقتصاد الإسلامي مما يوفر بحوث ودراسات اخرى تضاف الى رصيد مكتبتنا الاسلامية .

### خامسا : أهداف البحث

إن الغاية من البحث في موضوعنا هذا هو التوصل للأهداف التالية :

- التعرف والتعريف بالصكوك الاسلامية ، وكذا الأنواع المتداولة مع معرفة الخصائص المميزة لها ؛
- المساهمة في إبراز الدور الكبير للصكوك الاسلامية في تمويل الاقتصاد، وإيضاح الأهمية التي تحظى بها في الاقتصاد والتنمية .
- توضيح أهم الجوانب لتأثير الصكوك الاسلامية في اقتصاديات الدول، ومدى امكانية الاستفادة منها في السوق الجزائري .
- الوقوف على مدى التعامل بالصكوك الاسلامية في الواقع العملي، وذلك من خلال التجريبتين الماليزية والسودانية، ومحاولة بيان أهمية المرحلة التي وصلت اليها كل من ماليزيا والسودان للاستفادة منها .
- الرغبة في اثراء المكتبة الاقتصادية الاسلامية ببعض الدراسات التي يمكن أن تساهم في اضاءة الطريق أمام بعض المهتمين بهذا المجال .

## سادسا : منهجية الدراسة

1. منهج الدراسة : قصد الإحاطة بجوانب الدراسة المختلفة ومحاولة فهمها للوصول الى تحقيق أهداف البحث

جمعت هذه الدراسة بين المنهجين التاليين :

✓ **المنهج الوصفي التحليلي** : وهذا لتشخيص موضوع الدراسة من جميع جوانبه ووصفه وصفا شاملا

دقيقا، حيث يتم جمع البيانات والمعلومات من مختلف المراجع المتعلقة بموضوع الدراسة ، وهو الملائم لتوضيح بعض الجوانب المتعلقة بالصكوك الاسلامية وتأثيرها على التنمية الاقتصادية، كما تم استخدام بعض الدراسات والمراجع المتاحة بخصوص الدراسة، وكذا بعض الأوراق للملتقيات والمؤتمرات وبعض المعلومات المتاحة على بعض المواقع الالكترونية .

✓ **المنهج الاستنباطي** : وذلك من خلال محاولة الوقوف على الواقع العملي لسوق رأس المال الاسلامي

لكل من السودان وماليزيا ، واستنباط مختلف أوجه تأثير الصكوك الاسلامية عليهما ، وهذا من خلال المعلومات والبيانات والإحصائيات المتوفرة على المواقع الالكترونية للسوقين في حد ذاتها، وبعض التقارير لكل من بنك السودان والبنك ماليزيا .

2. **مجتمع الدراسة** : تم إختيار التجريبتين السودانية والماليزية في الجانب التطبيقي لتكون مجتمعنا للدراسة،

كونهما أشهر تجريبتين في مجال الصيرفة الإسلامية مقارنة بالتجارب الأخرى، على غرار البحرين والكويت ، كما أنهما تعتبران مثالا يقتدى به في مجال الصكوك الاسلامية .

## سابعا : صعوبات الدراسة

لاشك أن أي دراسة تتعرض لبعض الصعوبات ، ونحن بدورنا واجهتنا بعض الصعوبات، ومن أهمها :

- قلة الدراسات التي تناولت الموضوع، رغم أن الكتابات المتعلقة بالاقتصاد الاسلامي كثيرة ومتنوعة .
- غياب تدريس سوق رأس المال الاسلامي في الجامعات الجزائرية، وعدم ممارسته من طرف المؤسسات المالية والمصرفية ، وانعدام سوق مالي إسلامي أيضا، توجب ذلك اللجوء الى اسقاط الدراسة على التجربة الماليزية والسودانية كونهما أهم تجريبتين رائدتين في هذا المجال، مما سيكلف الباحث عناء البحث عن المعلومات المتعلقة بهما من مختلف المصادر .
- إضافة الى ذلك قد تتطلب الدراسة الكثير من الجهد لمحاولة اكتساب قاعدة نظرية تمكن من التنسيق ما بين جوانبه .

## ثامنا : خطة وهيكل الدراسة

من أجل الوصول الى الأهداف المسطرة من هذا البحث، وقصد التوصل على نتائج اختبار الفرضيات المقترحة، وبالتالي حل إشكالية البحث، تم اقتراح هيكل الخطة التالي :

## الفصل الأول : التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

تناولنا من خلال هذا الفصل مختلف المفاهيم والجوانب المتعلقة بالصكوك الإسلامية ، ثم تطرقنا الى أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد، كما تم الأخذ بعين الاعتبار مختلف الدراسات السابقة حول الموضوع مع تبيان أوجه الاختلاف والتشابه مع دراستنا .

## الفصل الثاني : دراسة ميدانية حول تجرتي السودان وماليزيا في استخدام الصكوك الإسلامية

كان هذا الفصل عبارة عن إسقاط قدر الإمكان للجانب النظري على التجريبتين الماليزية والسودانية ، وقد احتوى هذا الفصل على مدخل للسوق الماليزي والسوداني ودورهما التمويلي، من خلال النشأة والمفهوم، إضافة الى أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة، كما تضمن الأثر التمويلي للصكوك الإسلامية على كل من الاقتصاد الماليزي والسوداني، وقد تمت هذه الدراسة لفترة معينة ( 2013 - 2017 ) .

بغرض الاستفادة من تجارب تطبيقات الصكوك الإسلامية تم التطرق الى أهم المتطلبات لإقامة سوق للصكوك الإسلامية بالجزائر، وذلك من خلال إبراز الدعائم الأساسية لإقامة سوق للصكوك الإسلامية الجزائرية ، وكذا استشراف الدور المتوقع حصوله من خلال دخول الصكوك الإسلامية للسوق الجزائري .



الفصل الأول :

التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

**تمهيد :**

تعتبر الصكوك الإستثمارية الإسلامية من أبرز المنتجات التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية، والتي ما إن طرحت في الأسواق حتى لقيت رواجاً كبيراً ، وذلك لما تتمتع به من مميزات إستثمارية لا تتوافر في غيرها من الأدوات ، لذلك سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية.

**المبحث الأول : ماهية الصكوك الإستثمارية الإسلامية**

**المبحث الثاني : أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الإقتصاد**

**المبحث الثالث : الدراسات السابقة**

### المبحث الأول : ماهية الصكوك الاستثمارية الإسلامية

تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي انتشارا وازدهارا واسعا ، ومع تزايد قوة ونفوذ الأدوات الاستثمارية في العمليات المصرفية والاقتصادية المختلفة برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم هذه الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال، وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة سواءا بالنسبة للأفراد أو المؤسسات أو بين المشروعات العامة أو الخاصة فهي تجمع بين أوراق الملكية وأوراق الدين .

### المطلب الأول : تعريف الصكوك الاستثمارية وأنواعها

الصكوك هي منتجات مالية إسلامية حديثة العهد تطورت سريعا في غضون العقد الأخير ، فمن الضروري التعرف عليها وعلى أنواعها.

#### أولا : تعريف الصكوك الاستثمارية :

**لغة :** جمع صك وصكوك وأصك وصكاك ويراد به : وثيقة بمال أو نحوه ، ويقال: صكه صكا : أي دفعه بقوة ، أو ضربه . وصكت الباب : أي أغلقته .وفي القرآن الكريم : ( فصكت وجهها ) الذاريات 29، أي لطمته تعجبا .

**اصطلاحا :** يقصد بها : " وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس ، مقابل إصدار صكوك ، تعتبر هي ذاتها أصولا مالية " . وتعني كذلك : " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول ، مضمونة بهذه الأصول، ومن ثم بيعها في الأسواق المالية ، مع مراعاة ضوابط التداول " .<sup>1</sup>

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الصكوك الاستثمارية ، فكل منها يعبر عن وجهة نظر مستخدمي الصكوك الاستثمارية، وهدفهم من هذا الاستخدام ، وفيما يلي عرض موجز لبعض هذه التعاريف :

**التعريف الأول :** حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، تعرف بأنها : وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله ، وتعرف هذه الصكوك في هذا المعيار بالصكوك الاستثمارية تميزا لها عن الأسهم وسندات القرض .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أحمد جابر بدران، الشروط وعلوم الصكوك، دار النشر للجامعات ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، مصر، 2017، ص ص (21-22).

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، المعايير الشرعية ، معيار رقم 17 ، البحرين ، نوفمبر 2018 ، ص 468.

**التعريف الثاني :** كما أنها تعرف بأنها مجموعة من الأوراق المالية ذات الخصائص التي تجعلها متميزة عن الأسهم وسندات القرض وغيرها من الأوراق المالية.<sup>1</sup>

**التعريف الثالث :** تعرف الصكوك الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً من ملكية أو نشاط استثماري وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وخلق الباب للاكتتاب واستخدامها فيما أصدرت من أجله .  
ويقصد بالصكوك الإسلامية أيضاً تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير سائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية.<sup>2</sup>

**ثانياً : أنواع الصكوك الاستثمارية :**

تتنوع الصكوك الاستثمارية الإسلامية إلى عدة أنواع وفقاً لعدة اعتبارات، حيث يمكن تقسيمها إلى صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول .

**1) الصكوك القابلة للتداول :** وهي صكوك تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع، لذلك يمكن تداولها وهي:<sup>3</sup>

أ. **صكوك المضاربة :** هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض ( المضاربة ) بإصدار صكوك الملكية برأسمال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه من ربح بنسبة ملكية كل منهم فيه، وتنقسم صكوك المضاربة إلى:<sup>4</sup>

❖ **صكوك المضاربة المطلقة :** وهي صكوك لا تكون حصيلتها مخصصة لمشروع معين، بل يخول للمضارب (المصدر) الحق في استثمارها في أي مشروع .

❖ **صكوك المضاربة المقيدة :** وهي صكوك تقيد بمشروع معين ( عقارات ، مصانع .....).

❖ **صكوك المضاربة المستمرة :** وهي التي لا يستحق رأسمالها إلا بعد إنتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأسماله .

<sup>1</sup> محمد مبارك البصمان ، صكوك الإجارة الإسلامية - دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية - دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، 2011 ، الأردن ، ص21 .

<sup>2</sup> محمد عبد الله ، شاهين محمد، سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية ، دار حميثر للنشر والتوزيع ، 2017 ، ص 232 .

<sup>3</sup> أمال عبد الوهاب عمري ، الصكوك - دراسة فقهية مقارنة - ، مطبعة تونس قرطاج - الشرقية- الطبعة الأولى ، جانفي 2017، تونس ، ص 115 .

<sup>4</sup> معطى الله خير الدين ، شريقان رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، الملتقى الدولي حول : مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي ، جامعة قلمة ، 3-4 ديسمبر 2012 ، ص ص(238-239).

❖ **صكوك المضاربة المحدودة أو مستردة بالتدرج** : حيث تحدد الجهة المصدرة لها تواريخها، يمكن عندها لأصحاب هذه الصكوك اخذ أرباحهم إن وجدت وإسترجاع قيمة صكوكهم.

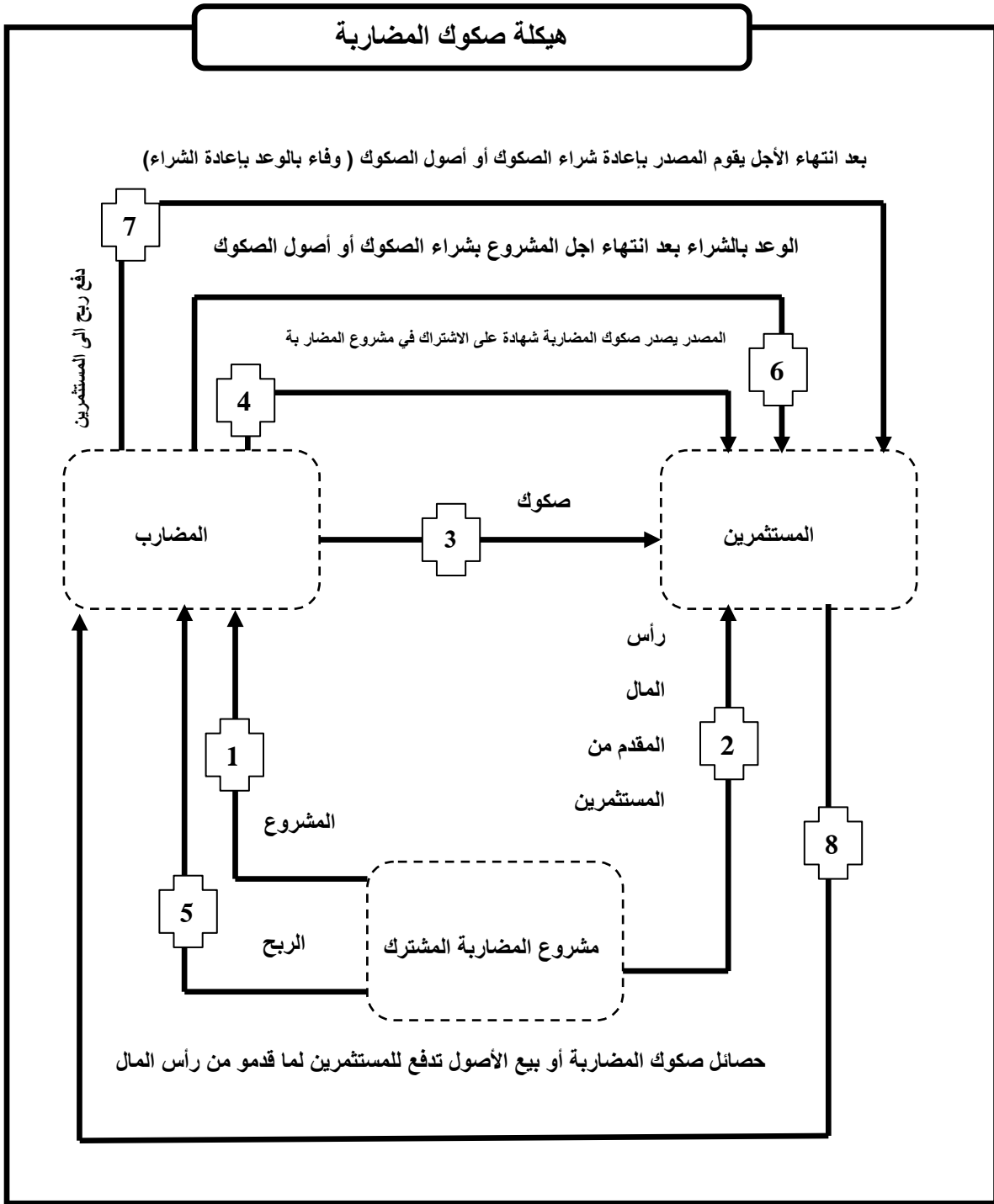
بالإضافة إلى هذه الأنواع من الصكوك للمضاربة ، توجد أنواع أخرى من الأوراق المالية التي تقوم على أساس المضاربة والتي نذكر منها

❖ **شهادات الاستثمار ( شهادات ودائع الاستثمار )** : حيث تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة، ويقسم الربح بنسبة يتفق عليها وتصدر هذه الشهادات من طرف المصارف و المؤسسات المالية ، وتتجاوز مدتها السنة ، أو إضعاف السنة ، ونميز نوعين هما:

➤ شهادات الاستثمار المخصص

➤ شهادات الاستثمار العام

الشكل رقم 01 : هيكلية صكوك المضاربة



المصدر : أمال عبد الوهاب عمري ، الصكوك - دراسة فقهية مقارنة- مرجع سبق ذكره ، ص 118.



تجدر الإشارة الى أنه تختلف المشاركة عن المضاربة رغم إتحاد جنس المشاركات بوجه عام ، فالمشاركة تبقى اليد في التصرف في مال الشركة لكل الشركاء ، بينما ترفع المضاربة يد رب المال عن التصرف في رأس مال المضاربة فتضع عبء العمل كله في يد العامل (المضارب) ، ليكون صاحب الحق في الربح بفضل مايقدمه من جهد<sup>1</sup>.

**ت. صكوك الإجارة :** هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة لتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها<sup>2</sup>. وتتنوع صكوك الإجارة إلى عدة أنواع نوجزها فيمايلي<sup>3</sup>:

❖ **صكوك ملكية الأعيان المؤجرة :** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعودة بإستئجارها ، أو عن طريق وسيط مالي بغرض بيعها أو إستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب ، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك .

❖ **صكوك ملكية المنافع :** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة أو موصوفة في ذمة ، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض بيعها أو إستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب ، وتصبح العين ملكا لحملة الصكوك .

وعليه يمكن تقسيم صكوك ملكية المنافع إلى صكوك ملكية منافع أعيان موجودة ، وصكوك منافع أعيان موصوفة في الذمة .

❖ **صكوك ملكية الخدمات :** تعرف هي الأخرى بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم خدمة من طرف معين ( أو طرف موصوف في الذمة ) إستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها ، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك .

وبناء على هذا التعريف تنقسم صكوك ملكية الخدمات إلى : صكوك ملكية الخدمات من طرف معين و صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة .

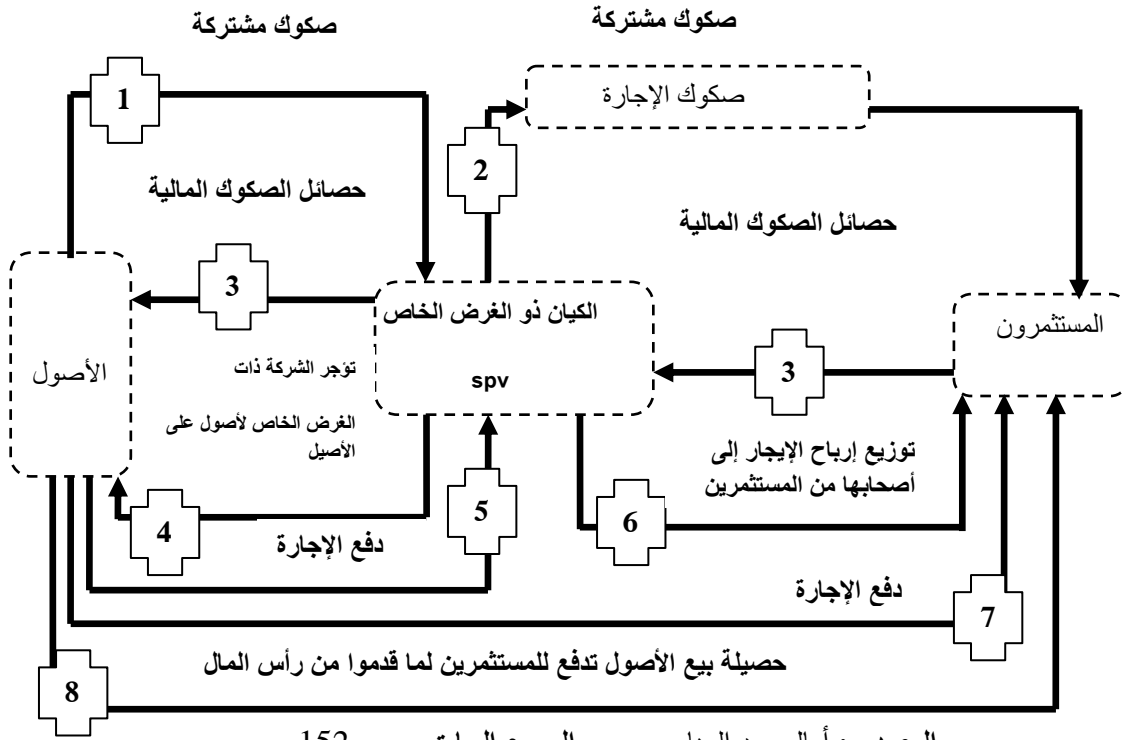
<sup>1</sup> أمال عبد الوهاب عمري ، نفس المرجع ، ص 123 .

<sup>2</sup> محمد مبارك البصمان ، مرجع سبق ذكره ، ص ص ( 21 - 22 ) .

<sup>3</sup> معطى الله خير الدين ، شرياق رفيق ، مرجع سبق ذكره ، ص 240 .



الشكل رقم 03 : هيكلية صكوك الإجارة



المصدر : أمل عبد الوهاب عمري، المرجع السابق ، ص 152.

- ث. **صكوك صناديق الاستثمار**: صندوق الاستثمار عبارة عن آلية تجميع للأموال عن طريق الاكتتاب في الصكوك بغرض استثمارها في مجال استثماري محدد في نشرة الإكتتاب ، وتتعدد مجالا إستخدامها ، حيث يمكن أن تشمل كل فروع الاقتصاد بما فيها المجالات المالية ، وتصدر هذه الصناديق الآجال وبأحجام معينة ( الصناديق المغلقة ) ، والآجال وبأحجام غير محددة ( الصناديق المفتوحة ) ، وتكيف معظمها شرعيا على أساس صيغة المضاربة المقيدة كما يمكن أن تكيف أحيانا على أساس عقد الوكالة .
- ونود الإشارة هنا إلى أن صكوك الصناديق المغلقة هي التي تكون قابلة لتداول في سوق الأوراق المالية ، أما صكوك الصناديق المفتوحة فهي غير قابلة للتداول .
- بالإضافة إلى هذه الصكوك هناك صكوكا أخرى أقل إنتشارا وهي خاصة بالبنوك الزراعية كصكوك المزارعة ، صكوك المساقاة ، صكوك المغارسة <sup>1</sup> .
- ج. **صكوك المزارعة** : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد <sup>2</sup> .

<sup>1</sup> معطى الله خير الدين ، شريقان رفيق ، نفس المرجع ، ص 240 .

<sup>2</sup> أمل عبد الوهاب عمري ، نفس المرجع ، ص 132 .

ح. **صكوك المساقاة** : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ، ورعايتها على أساس عقد المساقاة ، ويكون لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ماحدده العقد.<sup>1</sup>

خ. **صكوك المغارسة** : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس الأشجار وفيها يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.<sup>2</sup>

(2) **الصكوك الغير قابلة للتداول** : وهي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الديون ، وما كان هذا شأنه فلا يجوز تداوله ، لأنه يخص إلى تأجيل البديلين ، وتتمثل هذه الصكوك في :

أ. **صكوك السلم** : تعرف على أنها وثائق يصدرها البائع لبضاعة ، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه ، لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلتها ، ويكتتب فيها المستثمرون لبضاعة السلم يقصد بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم أو بيع بضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بينهم ، أو بيع بضاعة بسلم مواز من جنس وبنفس مواصفات بضاعة السلم قبل قبض بضاعة السلم بثمن أعلى ، وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم ، ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له ، وتمثل صكوك السلم بعد قفل باب الإكتتاب ، وتخصيص الصكوك حصة شائعة في بضاعة السلم وهي عين سلعي.<sup>3</sup>

ب. **صكوك الإستصناع** : هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها ، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي تمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمان البيع .

فالمصدر لصكوك الإستصناع هو الصانع ( البائع ) والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها ، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة المشروع ، وبملاك حملة الصكوك العين المصنوعة ، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الإستصناع الموازي إن وجد، وتحدد آجال الصكوك بالمدّة اللازمة لتصنيع العين المبيعة إستصناعا وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.<sup>4</sup>

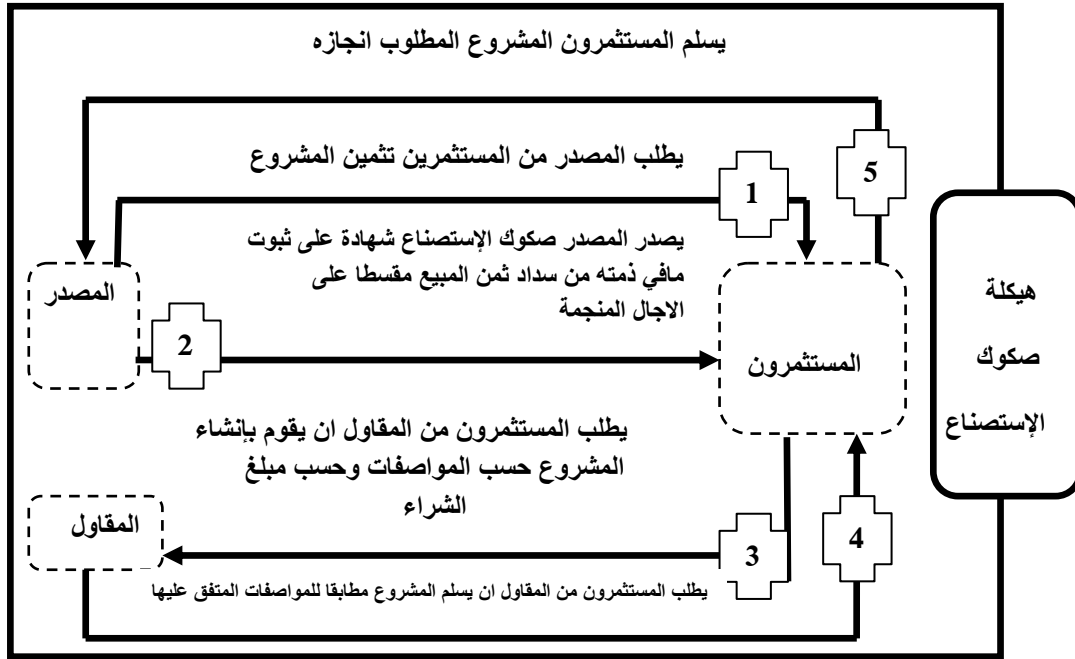
<sup>1</sup> أمال عبد الوهاب عمري ، نفس المرجع ، ص 134 .

<sup>2</sup> نفس المرجع ، ص 137 .

<sup>3</sup> زواق الحواس ، **كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة** ، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية ، جامعة المسيلة ، يومي 5 و 6 ماي 2014 ، ص 17 .

<sup>4</sup> نوال بن عمارة ، **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية** ، مجلة الباحث ، العدد التاسع ، 2011 ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، ص 257 .

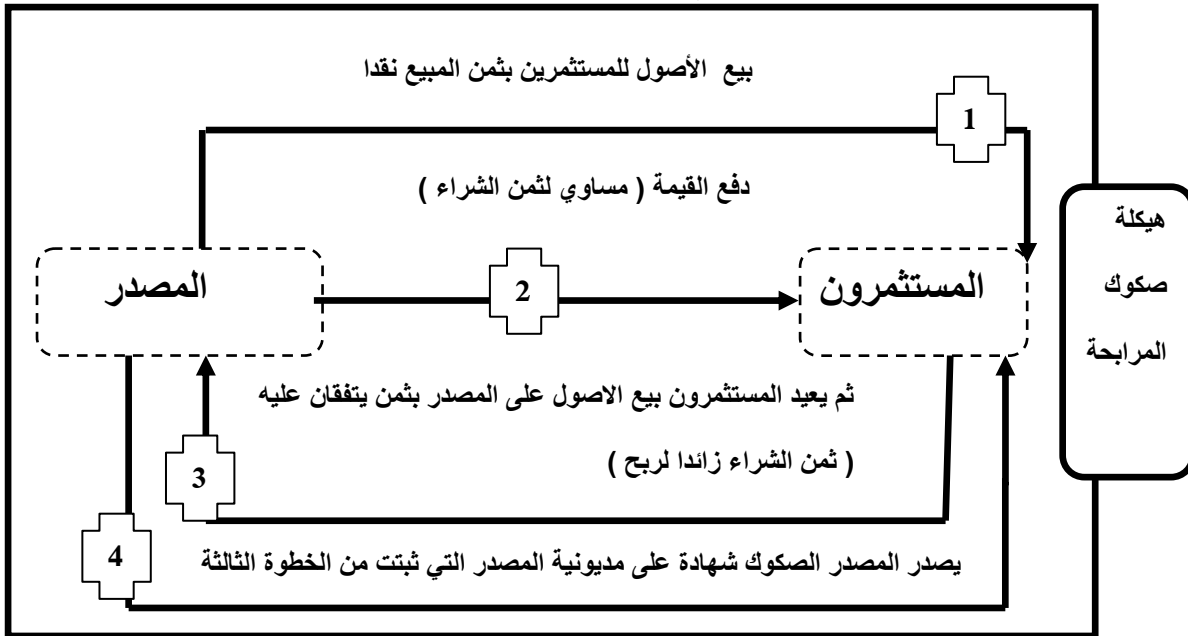
الشكل رقم 04 : هيكله صكوك الإستصناع



المصدر : أمال عبد الوهاب عمري، المرجع السابق ، ص 175.

ت. صكوك المرابحة : هي وثائق تمثل حصة معينة من رأس المال المكتتب فيه ، والذي يستعمل في شراء سلعة معينة ، والتي تصبح ملكا لحامل الصك <sup>1</sup>.

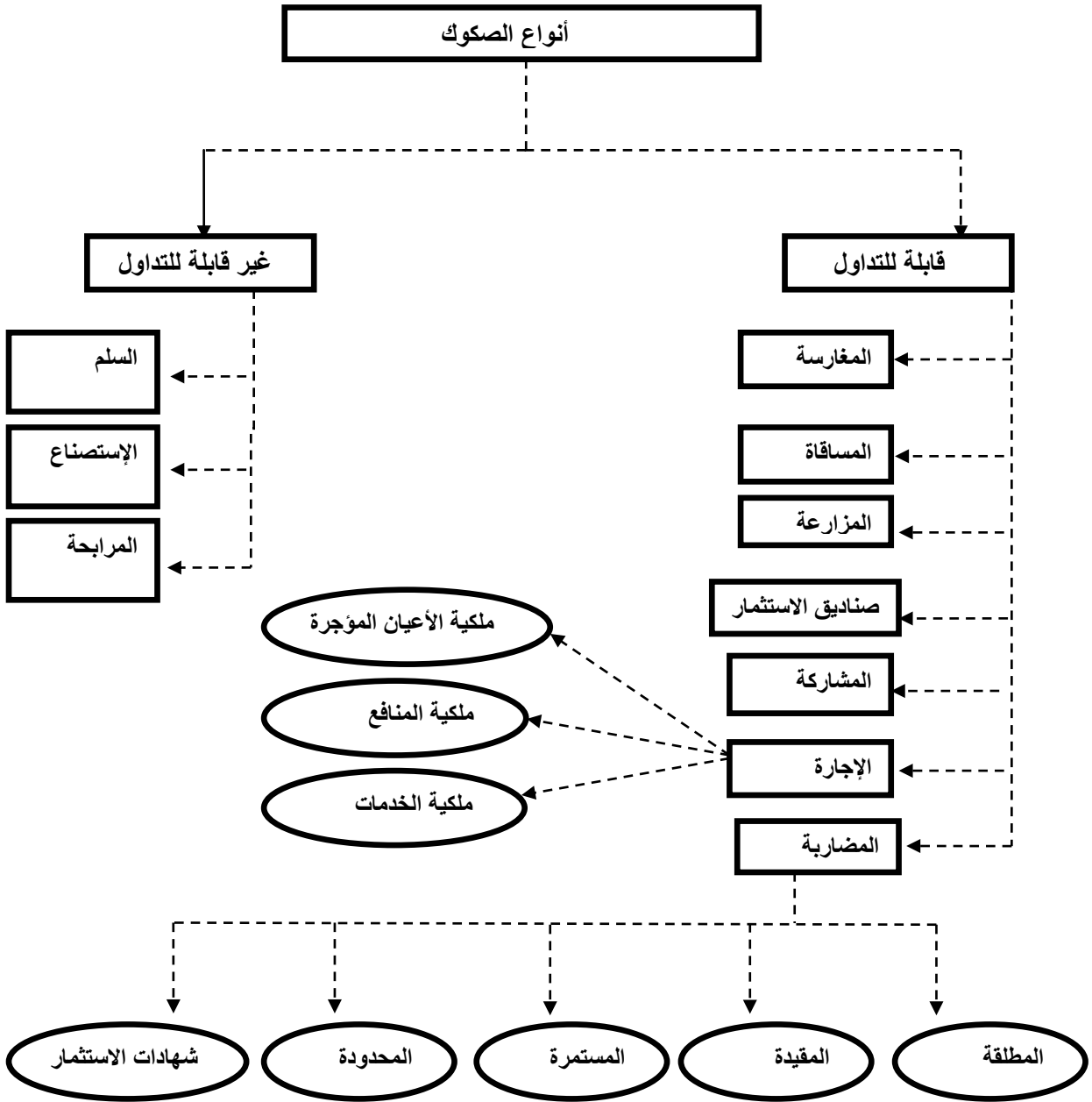
الشكل رقم 05 : هيكله صكوك المرابحة



المصدر : : أمال عبد الوهاب عمري، المرجع السابق ، ص 182.

<sup>1</sup> سارة بوسعيد وآخرون ، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية ، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة ، عدد خاص ، المجلد رقم 01 : أبريل 2018 ، ص 93 .

الشكل رقم 06 : أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر : من إعداد الباحثين

## المطلب الثاني : أهداف الصكوك الإسلامية

تجدر الإشارة إلى أن الهدف من عملية إصدار الصكوك الإسلامية يتمثل في إثنتين رئيسيين هما :<sup>1</sup>

**أولاً :** الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره ، وذلك من تحويل ( التصكيك ) موجودات الحكومات أو الشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك ، وعرضها في السوق لجذب مدخرات لتمويل المشروعات خاصة منها طويل الأجل .

**ثانياً :** جمع رأس المال لتمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين وذلك بطرح الصكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

## المبحث الثاني : أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد

قبل التطرق إلى دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد لابد التعرف والإلمام بأهميتها كونها أداة مالية وبعض الخصائص التي تمتاز بها عن غيرها من الأدوات التقليدية .

## المطلب الأول : أهمية وخصائص الصكوك الإسلامية

لقد تزايدت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية في النشاط الاقتصادي نتيجة العديد من العوامل ، من أبرزها :

## أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية

لقد تزايدت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية في النشاط الاقتصادي نتيجة العديد من العوامل ، من أبرزها :<sup>2</sup>

- إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي بوضع مدى سعة وحكمة وتكامل النظام المالي الإسلامي ؛
- تسهم الصكوك في جذب شريحة كبيرة من أصحاب رؤوس الأموال التي ترغب في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، وخاصة من خارج العالم الإسلامي ؛
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها ؛

<sup>1</sup> سليمان ناصر ، ربيعة بن زيد : الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر ، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية ( بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية ) ، جامعة ورقلة ، يومي 5 و6 ماي 2014 ، ص 11 .

<sup>2</sup> معطى الله خير الدين ، شرباق رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، مرجع سبق ذكره ، ص 242 .

- تتيح للحكومات الحصول على تمويل لمشروعاتها ، خاصة التنموية ومشاريع البنية التحتية ؛
- تتيح للشركات الحصول على تمويل لمشروع يساعدها في التوسع في أنشطتها الاستثمارية ؛
- المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال إمتصاص فوائض السيولة ، وتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ( إستخدام الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي)؛
- المساعدة على تغطية جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة ؛
- المساعدة في تطوير سوق المال من خلال طرح الأوراق المالية القابلة للتداول .

### ثانيا: خصائص الصكوك الإسلامية :

تتفق صكوك الإستثمار مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار ، إلا أنها تتميز عن غيرها في كونها أوراق مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى إنتهاء أجلها .

ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك الإسلامية فيمايلي :<sup>1</sup>

- الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدرها باسم مالكيها لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها ؛
- تكون الصكوك قابلة لتداول في سوق الأوراق المالية ( البورصة ) في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمتلكها ؛
- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية الموجودات المخصصة للاستثمار ، أعيانا أو مناعا أو خدمات أو خليط من الحقوق والديون والنقود ، ولا تمثل ديناً أو إلتماً في ذمة مصدرها ؛
- تعطي الصكوك الحق لحامها في الحصول على الأرباح ( إن وجدت ) التي يحققها المشروع ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة ؛
- تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي ، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها ؛
- الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، بحيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ؛
- الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية .

<sup>1</sup> معطى الله خير الدين ، شريفان رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشاريع لتنمية الاقتصادية ، نفس المرجع، ص

كون أن الصك الإسلامي أداة مالية ، هناك فروقات بارزة بينه وبين الأدوات المالية التقليدية ( الأسهم والسندات ) تتمثل باختصار فيمايلي :

**أولاً : مقارنة بين الصكوك والأسهم :** تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم في نقاط نوجزها فيمايلي :<sup>1</sup>

- 1- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية ؛
- 2- من الفروق من جهة الشركة المصدرة أن الصكوك في أغلب هياكلها أداة تمويل خارج الميزانية ، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة ، وعليه فحامل الصك ممول من الشركة المصدرة ، وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة
- 3- لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر ، فإنها في الأغلب تكون مؤقتة ولها تاريخ إستحقاق " إطفاء " بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.

**ثانياً : مقارنة بين الصكوك والسندات التقليدية :** تشترك الصكوك والسندات في كون كل منهما أداة تمويلية ، يمكن بواسطتها سد الحاجة إلى التمويل في الجهات المختلفة ، وقد تقيد في التحكم في حجم السيولة النقدية ، وهذه فائدة كبرى تدعم الاستقرار الاقتصادي فتقل بذلك مخاطر التقلبات ولذلك يقع الخلط لدى الكثير من الكاتيبين بينهما فنجد أنهم يذكرون حملة الصكوك مقابلة للمصطلح الانجليزي ( **securitisation** ) ، بينما هذا المصطلح يعني عملية تحويل القروض الربوية إلى أوراق مالية قابلة للتداول ، فهو بذلك مرادف لسندات الدين المحرمة شرعا وتتمثل الفروق الجوهرية من السندات والصكوك الإسلامية فيمايلي :

- 1- السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الصك لصالح دائئه ( حامل الصك ) فالعلاقة بينهما علاقة المداينة ، وإما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة المشاركة وليست علاقة المداينة .
- 2- السندات تحدد لها فائدة ثابتة أو متغيرة من زمن لآخر ولذلك صدرت قرارات المجامع الفقهية بحرمة السندات لأن تلك الفائدة هي الربا المحرم ، وأما صكوك الاستثمار فليس لها فائدة ثابتة أو متغيرة وإنما الأمر فيها إذ تحقق لها ربح فهي تأخذ نصيبها منه ، وإذا خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمتلكها الصك الاستثماري قد قلت ، أي أن الصك الاستثماري خاسر بنسبة نصيبه من الخسارة .

والخلاصة أن الصك الاستثماري يتأثر بموجودات المشروع سلباً وإيجاباً ، ربحاً وخسارة في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقدر المتفق عليها ولكن الصكوك اليوم من خلال

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل ، **تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال** ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص الأسواق المالية والبورصات ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2014 ، ص ( 83 - 84 ) .

مجموعة من العقود والإجراءات ولاسيما الصكوك القائمة على الإجارة والمنتھية بالتملك إستطاعت أن تعطي مؤشر الأرباح المناسبة .

3- عن تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المنفق عليها ، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية وإنما تصرف له نسبة مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون أي موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.

### المطلب الثاني : دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد

يتجلى دور الصكوك الإسلامية فيمايلي :<sup>1</sup>

#### أولاً: دور الصكوك على مستوى الاقتصاد الكلي

توفر الصكوك الإسلامية تمويلاً مستقراً و حقيقياً للدولة من موارد موجودة فعلاً في الدورة الاقتصادية ، مما يجعلها تلعب دوراً بارزاً في إنعاش الاقتصاد والتقليل من أثار الفجوات التضخمية فيه ، كما تعتبر الصكوك من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة وأداة فعالة لتمويل المشاريع الضخمة خاصة التي تعجز عنها جهة واحدة كمشاريع البنى التحتية .

ويتجلى دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد من خلال مايلي :

#### 1) المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية : فالصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية

من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل البنى التحتية كالنفط والغاز والطرق ..... وغيرها ، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في تمويل المشاريع الاستثمارية ، لأنها قادرة على تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى استثمارية حقيقية وتنوع الصكوك بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة ؛

#### 2) توزيع وتخصيص المخاطر : تعمل الصكوك من خلال آلية المشاركة في الربح والخسارة على

تخصيص المخاطر تخصيصاً أمثل ، عن طريق تقاسم المخاطر بين أطراف العقد ، مما يخفف من الصدمات المترتبة على تحقيق هذه المخاطر ، فكل طرف يتحمل المخاطر حسب قدرته ، فملاك الصكوك يتحملون جزءاً من المخاطر يتناسب وعدد صكوكهم ويقدر مساهمتهم في رأس المال ، وأصحاب الاستثمارات يتحملون جزءاً من المخاطر ، هذا التقاسم للمخاطر من شأنه أن يضيف جو من الطمأنينية و الثقة بين أطراف العملية التمويلية ؛

<sup>1</sup> العرابي مصطفى ، حمد معدية ، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ، مجلة البشائر الاقتصادية ، جامعة بشار ، المجلد الثالث ، العدد الأول ، مارس 2017 ، الجزائر ، ص ص ( 71 - 73 ) .



- (3) تحقيق التوزيع العادل للثروة : فصكوك الاستثمار الإسلامي تعد وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر إذ تمكن جميع المستثمرين من الإنتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادية ؛
- (4) معالجة العجز في الموازنة : إذ تمكن الصكوك من المشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الإحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة ؛
- (5) القضاء على مشكلة البطالة والأموال المعطلة : تساهم صكوك الاستثمار الإسلامية في القضاء على مشكلة البطالة، وزيادة مستوى التشغيل للأموال المعطلة ، كون هذه الصكوك تحقق رغبات كل من المستثمرين والمدخرين على حد سواء ؛
- (6) معالجة الضغوط التضخمية في الاقتصاد : فالصكوك تتيح الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدامها ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة الزائدة في السوق ومن ثم خفض معدلات التضخم .

### ثانيا : دور الصكوك الإسلامية وأهميتها على مستوى سوق الأوراق المالية

تلعب الصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص ، وتتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصات الأوراق المالية من خلال :

- (1) إن إبتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة ، وهو ما يعد أمرا حيويا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد ، حيث تتعد أنواع وأجال الصكوك ، فيمكن إصدار الصكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات : الزراعية ، الصناعية ، العقارية ..... الخ ؛
- (2) تقدم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية وتنظيم قواعد المعاملات بها ، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع المصارف ، وتصبح مصدرا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين .
- (3) ان التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة كبنى خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على خلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار ؛
- (4) إن ازدياد كمية ونوعية الصكوك الاستثمارية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق وإتساعه ، ، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك ، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الإحتياجات التمويلية والاستثمارية ؛

5) تعزيز الطلب العالمي على الصكوك فخاصية السيولة والمرونة من حيث الأنواع والآجال التي تتميز بها الصكوك لا يجعل منها منافسا قويا للأوراق المالية التقليدية في إستقطاب مستثمرين من مختلف أنحاء العالم .

### ثالثا : دور الصكوك الإسلامية على مستوى المصارف الإسلامية :

يلعب التصكيك دورا بارزا في زيادة فعالية وكفاءة المصارف الإسلامية وذلك من خلال :

- 1) تساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين أصول وخصوم المصرف الإسلامي ، بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التناسب بين آجال الموارد وأجال إستخدامها ، إذ أن الأصل في إستثمارات المصارف الإسلامية أنها إستثمارات تنمية طويلة الأجل ، مما يفترض أن تكون الموارد المالية الطويلة الأجل هي النسبة الغالبة من إجمالي موارد تلك المصارف، غير أن الواقع العملي بين عكس ذلك حيث النسبة الغالبة من موارد البنوك الإسلامية قصيرة الأجل ، وكننتيجة لذلك وجهت البنوك الإسلامية معظم مواردها نحو إستثمارات قصيرة الأجل تطبيقا لقاعدة توافق الآجال ، مما يشكل عائقا رئيسا أمام قيامها بدورها التنموي ،
- 2) يزيد التصكيك من قدرة المصارف الإسلامية على استقطاب السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة وفي المقابل يتيح التصكيك الفرصة أمام المصارف الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها ؛
- 3) يعمل التصكيك على تنويع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية والمصارف الإسلامية؛
- 4) يحسن التصكيك من ربحية المصارف الإسلامية ومراكزها المالية ، بما يتيح من إستبعاد الإستثمارات التي تم تصكيكها من بنود الميزانية خلال فترة قصيرة ، وبذلك تتخلص المصارف من الحاجة الى تكوين مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة ، وعليه لا يحتاج إلى رأسمال مثل اللتزامات العرضية ؛
- 5) يعتبر التصكيك طريقة جيدة لإدارة المخاطر الإئتمانية بالمصارف الإسلامية ، ذلك لان الأصل محل التصكيك ومخاطره محدودة ، بينما مخاطر نفس الأصل أكبر اذا كان موجودا ضمن مكونات أصول المصرف الإسلامي ، عموما فأن الصكوك الإسلامية يمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية ، وتساعد في إندماجها في النظام المالي العالمي ، من خلال تداولها في الأسواق المحلية والدولية .

### المبحث الثالث : الدراسات السابقة

سننتظر في هذا المبحث إلى عرض بعض الدراسات السابقة التي يتم فيها التطرق إلى موضوعنا أو أحد متغيراته فيمايلي أهم الدراسات التي تحدثت عن الصكوك الإسلامية .

المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة

(1) دراسة علام عبد النور تحت عنوان " دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل لسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية "

وهي عبارة عن مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إطار مدرسة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير تخصص الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة ( 2011-2012 ) بجامعة فرحات عباس ، سطيف ، الجزائر .

وقد تضمنت الدراسة السندات من المنظور الشرعي من خلال إصدارها وتداولها وحكم التعامل بها ، كما تناولت الدراسة الإطار النظري للصكوك الإسلامية من خلال التعريف بها وخصائصها وأهميتها الاقتصادية ، وكذا آلية إصدارها ن كما تطرقت الدراسة الى تبيان الأنواع المختلفة للصكوك الإسلامية وفق معيار أساليب التمويل الإسلامي مع الإشارة إلى بعض أوجه المقارنة بين هذه الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية .

وتم إسقاط هذه الدراسة على التجربة الماليزية والتجربة البحرينية في شكل مقارنة بينهما .

(2) دراسة أسامة عبد الحليم الجورية والتي عنوانها : " صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد "

وهي عبارة عن بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية ، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية ، ( 1430 هـ - 2009 م ) ، دون ذكر بلد النشر .

حيث تناولت مختلف الأوراق المالية وتاريخ نشأتها من أسهم وسندات ثم تطرقت إلى صكوك الاستثمار، وخصائصها والفرق بينها وبين الأوراق المالية التقليدية كما تناولت الدراسة أيضا الأنواع المتعددة للصكوك وتداولها وأهميتها في التنمية الاقتصادية ، وكذلك أهمية بعض الصكوك كل على حد ومختلف تأثيراتها على مستوى الاقتصاد الكلي أو المحلي وكذلك الاقتصاد العالمي .

(3) دراسة نوال بن عمارة بعنوان " الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية ( البحرين ) "

هي عبارة عن مقال نشر في مجلة الباحث ، العدد التاسع 2011 ، جامعة ورقلة ، الجزائر .

حيث تناولت الدراسة الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية من خلال مفهومها وأهميتها ، وكذلك أهدافها وخصائصها إضافة إلى أنواعها المختلفة والضوابط المتعلقة بها ، كما أشارت الدراسة الى بعض التحديات الى تحول دون تطورها وبعض الرؤى المستقبلية لتطويرها ، لتسير ضمنيا الى الدور الكبير الذي تتبادلته الصكوك الإسلامية مع السوق المالية الدولية في البحرين كون إحداها ضروري لقيام الآخر .

#### 4) دراسة معطى الله خير الدين وشرياق رفيق بعنوان " الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية "

هي عبارة عن ملتقى دولي حول : مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي جامعة قالمة يومي 03 و04 ديسمبر 2012.

حيث تناولت الدراسة مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأنواعها وكذا خصائصها وضوابطها الشرعية كما وضحت هذه الدراسة أهمية الصكوك الإسلامية في الاقتصاد .

#### 5) دراسة عبد الحميد فيجل بعنوان " تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال ( التجربة الماليزية نموذجا )

هي عبارة عن مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية والبورصات (2014-2015) ، بجامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر .

وقد تناولت هذه الدراسة الإطار النظري لسوق رأس المال الإسلامي بكل جوانبه ثم تطرقت الى الهندسة المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي حيث تم تناول مفاهيم عامة حول التصكيك والصكوك الإسلامية إذ تم التطرق إلى تعريف التصكيك الإسلامي ودوافعه بالإضافة إلى مفهوم الصكوك الإسلامية والضوابط الاقتصادية الشرعية للإصدار وتداول الصكوك الإسلامية مع ذكر أنواع الصكوك والأهمية الاقتصادية لها .

وتم إسقاط هذه الدراسة على السوق المالي الإسلامي الماليزي كنموذج .

#### المطلب الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد التطرق إلى جل من الدراسات السابقة ، نحاول في هذا المطلب أن نبين موقع دراستنا منها وذلك بذكر أوجه التشابه وأوجه الاختلاف فيما بينهما كالآتي :

##### أولا : أوجه التشابه

➤ تتشابه دراستنا مع الدراسات السابقة في الجانب النظري ، فكل من هذه الدراسات تناولت موضوع الصكوك الإسلامية ؛

➤ كما أجريت وأسقطت هذه الدراسة على بيانات السوق الماليزي والسوداني كما هو حال الدراسات السابقة خاصة فيما يتعلق بالسوق الماليزي .

## ثانيا : أوجه الاختلاف

تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات فيمايلي :

- إن الدراسات السابقة منها مدارس الصكوك الإسلامية ودورها التتموي في الاقتصاد ، دورها في تطوير السوق المالي الإسلامي ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشاريع التتموية الاقتصادية ، لكن في دراستنا سنحاول دراسة تطوير سوق الصكوك الإسلامية بالجزائر تحديدا ؛
- إختلاف الفترة التي أجريت فيها الدراسات السابقة من هذه الدراسة ( 2013-2017 ) ؛
- تميزت هذه الدراسة بأنها الدراسة الأولى التي تدرس فيها الصكوك الإسلامية وتطويرها بالجزائر .

## خلاصة :

في ظل الاهتمام العالمي المتزايد بالتمويل الإسلامي والاستجابة لتطورات البيئة المالية الدولية جاءت الهندسة المالية الإسلامية التي تستمد مبادئها من القيم التي تدعو الى التطوير والابتكار باستمرار ، ضمانا لحسن الأداء وإيجاد الحلول لمشاكل التمويل في إطار توجيهات الشرع الحنيف ، لذلك فقد قام العلماء المسلمين بابتكار العديد من الأدوات المالية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية ومن جملة هذه المنتجات نجد الصكوك الاستثمارية الإسلامية التي جاءت لتكون بديلا للاستثمارات المالية التقليدية ، لذلك فقد تناولنا في هذا الفصل مفهوم صكوك الاستثمار الإسلامية والتي عرفت أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية الأعيان أو المنافع أو وحدات في مشروع استثماري خاص ، وكذا أنواعها المتعددة من صكوك قابلة لتداول إلى صكوك غير قابلة للتداول ، كما تم التطرق الى الأهمية البالغة التي تكتسبها والدور الذي تلعبه في توفير إحتياجات المشاريع العامة منها والخاصة .

## الفصل الثاني :

دراسة ميدانية حول تجربتي السودان وماليزيا  
في استخدام الصكوك الإسلامية

تمهيد :

بعد أن تطرقنا في الجانب النظري الى الصكوك الإسلامية ومختلف أنواعها بالإضافة الى الدور الكبير الذي تلعبه في الاقتصاد ، سنحاول في هذا الفصل إسقاط بعض من الدراسة النظرية على السوقين الماليزي والسوداني ، حيث تعد ماليزيا والسودان من أهم الدول في العالم التي تمتلك نظاما ماليا اسلاميا متميزا، وهذا التطور في الحقيقة جزءا من الدورة التنموية التي قامت بها ماليزيا والسودان في شتى المجالات، ومحاولة منا في تسليط الضوء على مآضافته الصكوك الإسلامية الى السوق المالي الإسلامي الماليزي والسوداني وسبل الإستفادة من التجريتين تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما :

**المبحث الأول : دراسة تجرتي ماليزيا والسودان في الصكوك الإسلامية**

**المبحث الثاني : متطلبات إقامة سوق للصكوك الإسلامية بالجزائر**



## المبحث الأول : دراسة تجرتي ماليزيا والسودان في الصكوك الإسلامية

عرفت الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا في السنوات التي تلت الأزمة المالية العالمية 2008 ، وأصبحت تلعب دورا بارزا في دعم الاقتصاد وتعبئة المدخرات ، وتعتبر ماليزيا والسودان من أكبر الدول الرائدة في هذا المجال لامتلاكهما لأكبر الأسواق المالية الإسلامية .

### المطلب الأول : تطبيق الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودورها التمويلي

#### أولا : نشأة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا الى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1992م ، والتي تدبر أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، أما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983 م، مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي والذي بدأ تطبيقه في 07 افريل 1983 م وتم بموجبه إستحداث مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي ، وتبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 م.

أما التطور الحقيقي فيعود الى أول التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة (shell MDS) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول للمرة الأولى في السوق المحلي عام 1990م ، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية، مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وإتساعه <sup>1</sup>.

#### ثانيا : تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة ( 2013 – 2017 )

تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين وذلك من خلال إصداراتها المتنوعة ، وفيما سيأتي تبيان تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا .

الجدول رقم 01 : التطور الكلي لإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا كنسبة ( % ) من إجمالي إصدار السندات والصكوك

| السنوات                                    | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| نسبة الصكوك الإسلامية الى إجمالي الإصدارات | 56.98 | 60.26 | 56.81 | 57.14 | 58.75 |

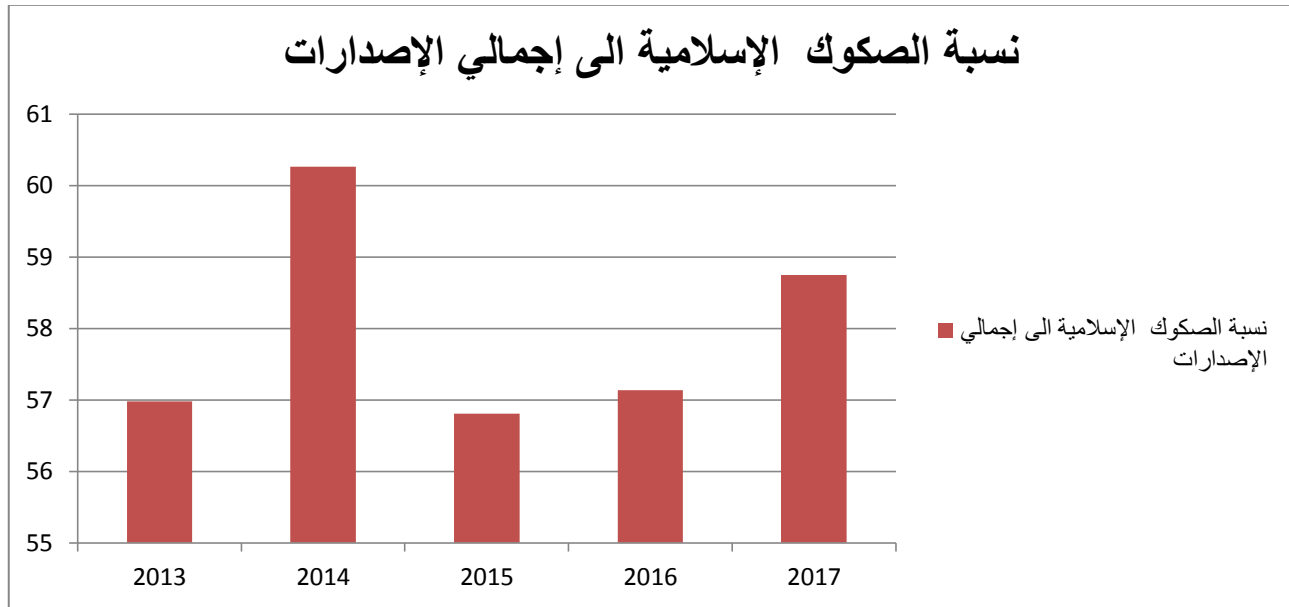
المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على Securities commission Malaysia annual reports

(2013,p125)(2014,p136)(2015,p159)(2016,p187)(2017 ,p147)

<sup>1</sup> <http://democraticac.de> , 26/4/2019, 1: 32pm.

ويمكن تفرغ هذا الجدول في الشكل التالي :

الشكل رقم 07 : التطور الكلي لإصدار الصكوك الإسلامية كنسبة ( % ) من إجمالي الإصدارات في ماليزيا



المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم ( 01 )

بالاعتماد على الجدول رقم 01 والتقارير السنوية للجنة الاوراق المالية الماليزية ، يتبن بان الصكوك الإسلامية الماليزية شهدت عدة تقلبات خلال الفترة الممتدة من 2013 الى 2017 ، حيث نلاحظ أنه في البداية كان حجم الإصدار يبلغ 56.98 % لسنة 2013 ، ليرتفع في سنة 2014 الى 60.26 % إلى أنه انخفض في السنوات الأخيرة ليصل في سنة 2017 إلى 58.75 % .

### ثالثا : تنوع إصدارات الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي

الجدول الموالي يوضح مختلف أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا .

الجدول رقم 02 : أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا ، جهة الإصدار ، تاريخ أول إصدار ، مدة الاستحقاق

| مدة الاستحقاق           | قيمة أول إصدار   | جهة الإصدار              | تاريخ أول إصدار | أنواع الصكوك الإسلامية |                         |
|-------------------------|------------------|--------------------------|-----------------|------------------------|-------------------------|
| بعد الانتهاء من المشروع | 80 مليون رينجيت  | PG. Municipal Bnd        | 2005            | المضاربة               | القائمة على عقد الشراكة |
| سنتين                   | 250 مليار رينجيت | Musarakh one capital Bhd | 2005            | المشاركة               |                         |
| -/-                     | - / -            | شركة غولف للاستثمار      | 2011            | الوكالة بالاستثمار     |                         |
| خمس سنوات               | - / -            | الحكومة الماليزية        | 1994            | المرابحة               | القائمة على عقد البيع   |
| من 3 أشهر إلى 9 سنوات   |                  |                          | 1994            | البيع بثمان اجل        |                         |
| من 5 إلى 9 سنوات        | 5.6 مليار رينجيت | Sks Power Sdn Bhd        | 2003            | الإستصناع              |                         |
| تستحق سنة 2007          | 600 مليار دولار  | الحكومة الماليزية        | 2002            | الإجارة الدولية        | القائمة على عقد الإجارة |
| -/-                     | 160 مليون رينجيت | Ingress corporation Bhd  | 2004            | الإجارة المحلية        |                         |

المصدر : زيبيدي البشير ، حفوطة الأمير عبد القادر : إستفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربي السودان وماليزيا نموذا ) ، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية ، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة ، الجزائر ، العدد 04 ، 2017 . ص 79.

### رابعاً : تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب نوعها

لقد شهد سوق رأس المال الماليزي تطوراً ملحوظاً في قيمة إصدار الصكوك الإسلامية والجدول الموالي يوضح ذلك .

الجدول رقم 03 : تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب نوعها خلال الفترة (2013 - 2017)

الوحدة (%)

| السنوات<br>النوع | 2013 | 2014  | 2015 |
|------------------|------|-------|------|
| المضاربة         | 0    | 2.63  | 0    |
| المشاركة         | 30   | 8.42  | 12   |
| وكالة بالاستثمار | 24   | 3.94  | 10   |
| المرابحة         | 32   | 79.49 | 66   |
| بيع بثمن اجل     | 0    | 0     | 0    |
| الإستصناع        | 0    | 0     | 0    |
| إجارة محلية      | 4    | 1.31  | 7    |
| المزيج           | 10   | 4.21  | 5    |

المصدر : من إعداد الباحثين اعتماداً على Securities commission Malaysia annual reports (2013,p135)(2014,p144)(2015,p169)(2016,p198)(2017 ,p156)

يتبين من خلال الجدول رقم 03 بأن صكوك المشاركة والمرابحة هي الأكثر تفضيلاً في ماليزيا من بين مختلف الصكوك المتداولة بها ، قد يكون ذلك راجع لكون اللجنة الاستشارية الشرعية حثت على ذلك لكونها الكثر توافقاً مع أحكام الشريعة .

وبالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية (Securities commission Malaysia) فيما يخص كل من سنة 2016 و 2017 تم التوصل الى أن خلال سنة 2016 تمثل إصدارات صكوك الشركات 75.68% (2015 - 66.67 % ) من إجمالي سندات الشركات وإصدارات الصكوك ، بينما الصكوك تمثل 73.85% (2015 - 71.65 %) من مجموع سندات الشركات والصكوك .

عموماً ، إصدارات الصكوك من قبل الحكومة والمؤسسات في نهاية عام 2016 تمثل 53.8% من إجمالي إصدارات السندات ، بينما إجمالي الصكوك يمثل 56.36% من مجموع السندات .<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Securities commission Malaysia, annual report 2016, p (198-200).

وبالحديث عن سنة 2017 تمثل قيمة الصكوك 50.11 % من إجمالي الصكوك الجديدة اعتمادا سندات المؤسسات والصكوك وتقديما .

وشهد السوق الماليزي، ولأول مرة في العالم، اصدار الصكوك الخضراء SRI في يونيو، بقيمة 250 مليون رينجيت ماليزي بحلول نهاية عام 2017، فكان هناك 04 مجالات للصكوك SRI الخضراء يبلغ مجموعها 3.5 مليار رينجيت ماليزي لتمويل مشاريع الطاقة الشمسية والمباني الخضراء .

ومن حيث الإصدارات تمثلت صكوك المؤسسات 70.19 % من إجمالي سندات الشركات والصكوك غير المسددة، بما في ذلك 03 إصدارات ل SRI الخضراء .

بشكل عام ، بلغت نسبة إصدارات الصكوك من قبل الحكومة والمؤسسات عام 2017 ما نسبته 53.05 % من إجمالي إصدارات السندات ، بينما إجمالي الصكوك يمثل 55.8% من إجمالي السندات .<sup>1</sup>

#### خامسا : دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاع الماليزي

تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي ، وبذلك فهي تعد رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية حيث أصدرت عدة إصدارات من الصكوك لتحتمل المرتبة الأولى عالميا من حيث قيمة الإصدار وكان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية مثل : المطارات والطرق الرئيسية وعمليات التنقيب عن الغاز وصناعة البتر وكيمياويات والعقارات وغيرها ، والتي كانت تجربة ناجحة دفعت ماليزيا مع العديد من الإصلاحات الاقتصادية لمرحلي كبرى من النمو الاقتصادي .

ولقد ساهم إصدار الصكوك بشكل كبير في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد الماليزي ، فمنذ ظهورها سنة 1990 قدمت كأداة جديدة لاستعمالها من طرف الشركات الخاصة ، والحكومية على حد سواء بتلبية حاجاتها الاستثمارية أو التنموية ، ففي الجدول رقم 04 يتبين أن القطاعات الحكومية تحتمل الصدارة من حيث إصدار الصكوك مقارنة بالقطاعات الأخرى خلال الفترة ( 1996 -2014 ) ، حيث بلغت قيمة الصكوك المصدرة حوالي 278.02 بليون دولار ، ويليه قطاع الخدمات المالية بحوالي 51.71 بليون دولار ، وقد احتل قطاع الطاقة والنقل المرتبتين الثالثة والرابعة بحوالي 30.08 و 28.06 بليون دولار على التوالي وحظي قطاع العقارات بالمرتبة الرابعة بقيمة تقدر ب 6.18 بليون دولار، إلا أن هذا الأخير شهد المساهمة الأكبر واحتل المرتبة الأولى في

<sup>1</sup> Securities commission Malaysia, annual report 2017 , p(156-159) .

السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية لعام 2008 ، وبعد الأزمة ووجهت الحكومة الماليزية إصدارتها أكثر للبنية التحتية.<sup>1</sup>

الجدول رقم 04 : توزيع الصكوك الماليزية حسب القطاعات خلال الفترة (1996 - 2014)

| القطاع                       | عدد الصكوك | كمية الصكوك ( مليار دولار) |
|------------------------------|------------|----------------------------|
| المؤسسات الحكومية            | 787        | 287.02                     |
| الخدمات المالية              | 446        | 51.71                      |
| الطاقة وإستخداماتها          | 441        | 30.08                      |
| المواصلات                    | 352        | 28.06                      |
| المنشآت                      | 489        | 17.68                      |
| الاتصالات السلكية واللاسلكية | 108        | 9.43                       |
| العقارات                     | 163        | 6.18                       |
| التكتلات                     | 41         | 3.94                       |
| الزراعة                      | 99         | 3.67                       |
| النفط والغاز                 | 88         | 3.62                       |
| الخدمات                      | 56         | 3.26                       |
| الرعاية الصحية               | 74         | 1.55                       |
| الصناعة                      | 53         | 1.34                       |
| التعليم                      | 11         | 1.03                       |
| المواد الغذائية والمشروبات   | 23         | 0.78                       |
| السلع الاستهلاكية            | 31         | 0.72                       |
| الترفيه والسياحة             | 2          | 0.32                       |
| التعدين والمعادن             | 8          | 0.24                       |
| تكنولوجيا المعلومات          | 20         | 0.22                       |
| التجزئة                      | 18         | 0.18                       |
| المبلغ الاجمالي              | 3310       | 451.03                     |

المصدر : العرابي مصطفى ، حمو سعدية : دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ' ماليزيا نموذجاً ' ، مجلة البشائر الاقتصادية ، المجلد الثالث ، العدد 1 مارس 2017 ، ص ص ( 79 - 80 ) .

<sup>1</sup> العرابي مصطفى ، حمو سعدية : دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ' ماليزيا نموذجاً ' ، مجلة البشائر الاقتصادية ، المجلد الثالث ، العدد 1 مارس 2017 ، ص 79 .

وتجدر الإشارة الى أن عدد الاصدارات للصكوك الإسلامية في ماليزيا لغرض تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية، كما تشير الدراسات والتقارير، قد ارتفع الى 2438 إصدار وهذا خلال سبتمبر 2013 ، وهو رقم كبير، خاصة إذا ما قورن بعدد إصدارات الصكوك في دول أخرى، كالإمارات العربية المتحدة والعربية السعودية واندونيسيا ، وبذلك تحتل ماليزيا المركز الأول عالميا في عدد إصدارات الصكوك لغرض تمويل المشاريع الاقتصادية بقيمة 324576.9 مليون دولار، أي ما نسبته 66.5 % من القيمة الاجمالية الكلية لإصدارات الصكوك الإسلامية في العالم، الموجهة لتمويل المشاريع التنموية، والتي تقدر ب 488.472 مليون دولار ، وهو ما يفسر أهمية الصكوك الإسلامية في ماليزيا واعتمادها الكبير عليها في تمويل اقتصادها والنهوض به وكذا الجهود المبذولة من طرف الحكومة الماليزية لتطوير الصكوك الإسلامية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : تطبيق الصكوك الإسلامية في السودان ودورها التمويلي

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز داعمي السوق المالي والمساهمة في تنشيطه ، وبغية معرفة دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد السوداني من عدمه، ويقصد الوصول الى الأهداف المسطرة ، إرتأينا القيام بدراسة تطبيقية للصكوك الإسلامية في السودان .

#### أولا : سوق الإصدار

من منتجات الهندسة المالية في السودان نجد الصكوك الحكومية في السودان ، ويمكن توضيح قيمة الإصدارات للسوق الأولية لسوق الخرطوم للأوراق المالية فيمايلي :

#### 1) شهادات المشاركة الحكومية ( شهامة ):

شهادات المشاركة الحكومية هي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان ، ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة<sup>2</sup> ، ومن خلال الجدول رقم "05" نوضح توزيع شهادة المشاركة الحكومية السودانية(شهامة) حسب نوع العميل خلال فترة (2013 - 2017)

<sup>1</sup> العرابي مصطفى ، حمو سعديّة : دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ' ماليزيا نموذجا ' ، نفس مرجع ، ص 80 .

<sup>2</sup> بنك السودان المركزي ، التقرير السنوي الثالث والخمسون 2013 ، ص ص ( 78-79 ) .

الجدول رقم 05 : توزيع شهادة المشاركة الحكومية السودانية حسب نوع العميل خلال الفترة (2013 - 2017)

|                 | 2013                |                     | 2014                |                     | 2015                |                     | 2016                |                     | 2017                |                     |
|-----------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
|                 | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) |
| الأفراد         | 3615445             | 180772              | 4163792             | 20819               | 3967073             | 19835               | 4385723             | 2192861400          | 5586326             | 2793163000          |
| البنوك التجارية | 12179898            | 608995              | 13085544            | 654277              | 18369755            | 91849               | 1960268             | 9804634000          | 23416587            | 11708293500         |
| البنك المركزي   | 6123252             | 306163              | 5616300             | 280815              | 3675621             | 18378               | 4392650             | 21963254000         | 4282235             | 2141117500          |
| المؤسسات والجان | 6344081             | 317204              | 8780168             | 434008              | 10879588            | 54397               | 12724327            | 6362153400          | 14377718            | 7188859000          |
| الإجمالي        | 28262676            | 1413134             | 31645804            | 157729              | 36892037            | 1846                | 41111968            | 20555984000         | 47662866            | 23831433000         |
|                 |                     | 100                 |                     | 100                 |                     | 100                 |                     | 100                 |                     | 100                 |

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي السوداني COBS (2013-2014-2015-2016-2017)



بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي السوداني والجدول رقم 05 يتضح لنا أن البنوك التجارية استحوذت على قدر أكبر من شهادات المشاركة الحكومية السودانية خلال السنوات ( 2013 - 2017 ) بنسب تقدر ب ( 34.10 ، 41.4 ، 49.8 ، 47.69 ، 49.12 )، ثم تليها المؤسسات واللجان بنسب مختلفة ثم تليها البنك المركزي لسنوات 2013 و 2014 بنسب تقدر ب 21.67 و 17.8 على التوالي ، إذ أن في السنوات اللاحقة 2015 و 2016 و 2017 فان الأفراد يحتلون المرتبة الثالثة بعد المؤسسات والمصارف واللجان .

وبالتالي وعلى العموم فان النشاط الرئيسي في سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنوات ( 2013 -2017 ) هم البنوك التجارية والمؤسسات واللجان والمصارف .

## 2) شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبتروول ( شامة ) :

يتم إصدارها على صيغة الإجارة الإسلامية بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة من تأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مغرية للمستثمرين فيها ، وبدا العمل بشهادات ( شامة ) في سنة 2010 ،<sup>1</sup> والجدول رقم "06" يوضح لنا توزيع شهادة إجارة المصفاة للبتروول ( 2013 -2017 )

<sup>1</sup> بنك السودان المركزي ، التقرير السنوي الثالث والخمسون 2013 ، ص ص ( 80-81 ) .

الجدول رقم 06 : توزيع شهادة الشامة حسب نوع العميل خلال الفترة ( 2013 - 2017 )

|                            | 2013                |                     | 2014  |                     | 2015                |       | 2016                |                     | 2017  |                     |                     |       |
|----------------------------|---------------------|---------------------|-------|---------------------|---------------------|-------|---------------------|---------------------|-------|---------------------|---------------------|-------|
|                            | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | %     | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | %     | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | %     | عدد الشهامة المباعه | القيمة (مليون جنيه) | %     |
| الأفراد                    | 20736               | 10.4                | 0.55  | 4200                | 2.1                 | 0.093 | 841                 | 0.4                 | 0.08  | 4200                | 2.1                 | 0.093 |
| البنوك التجارية            | 1021847             | 510.9               | 27    | 2308.89             | 1154.1              | 51.46 | 2704251             | 1352.1              | 60.29 | 2195669             | 1097.8              | 48.95 |
| البنك المركزي              | 2400924             | 1200.4              | 63.44 | -                   | -                   | -     | 93720               | 46.9                | 2.08  | 93720               | 46.9                | 2.08  |
| المؤسسات والصناديق واللجان | 340493              | 170.3               | 8.99  | 140468              | 70.2                | 3.13  | 833438              | 416.7               | 18.58 | 139268              | 69.6                | 3.10  |
| وزارة المالية و التخطيط    | -                   | -                   | -     | 2032402             | 1016.2              | 45.31 | 853009              | 426.5               | 19.01 | 2052402             | 1026.2              | 45.75 |
| الإجمالي                   | 3784000             | 18920               | 100   | 4485259             | 224206              | 100   | 4485259             | 2242.6              | 100   | 4485259             | 2242.7              | 100   |

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي السوداني COBS (2017-2016-2015-2014-2013)

بالرجوع الى التقارير السنوية لبنك السودان المركزي والجدول رقم 06 يتضح أن البنك المركزي السوداني استحوذ على القدر الاكبر من شهادات إجارة اصول مصفاة الخرطوم للبتترول ( شامة ) بنسبة وصلت خلال عامي 2013 و 2014 الى 63.44 % و 63.45 % على التوالي ثم تليها البنوك التجارية بنسبة 27 % و 28.7 % على التوالي ثم تأتي الجهات الأخرى بنسبة مختلفة .

إلا أنه وفي السنوات الثلاث الأخيرة 2015 و 2017 نلاحظ أن هناك تراجع ملحوظ في حجم تداول الصكوك من قبل البنك المركزي ، حيث نجد أن البنوك التجارية استحوذت على القدر الأكبر من الصكوك وصلت نسبته لسنة 2016 الى 60.29 % ثم تليها وزارة المالية والتخطيط حيث وصلت نسبتها على مدار ثلاث سنوات ( 2015 – 2017 ) الى ( 45.31 % ، 19.01 % ، 45.47 % ) على التوالي ثم تأتي الجهات الاخرى بالترتيب كما هو موضح في الجدول رقم " 06 " .

وهذا يدل أن النشاط الرئيسيون في سوق الخرطوم للأوراق المالية هم البنك المركزي والبنوك التجارية خلال سنوات 2013 و 2014 ، والبنوك التجارية ووزارة المالية والتخطيط خلال سنوات ( 2015 – 2017 ) .

### (3) صكوك الاستثمار الحكومية ( صرح ):

يتم إصدارها على صيغة المضاربة والتخطيط الاقتصادي ، ويتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية وشركات الوساطة المالية المتعددة ، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة، والجدول رقم " 07 " يوضح توزيع شهادة صكوك الاستثمار الحكومية حسب نوع العميل خلال سنوات ( 2013 – 2017 )<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بنك السودان المركزي ، التقرير السنوي الثالث والخمسون 2013 ، ص 80 .

الجدول رقم 07 : توزيع شهادة صكوك الاستثمار الحكومية " صرح " حسب نوع العميل خلال الفترة ( 2013-2017 )

|                                  | 2013                      |                           |       | 2014                      |                           |      | 2015                      |                           |      | 2016                      |                           |      | 2017                      |                           |       |
|----------------------------------|---------------------------|---------------------------|-------|---------------------------|---------------------------|------|---------------------------|---------------------------|------|---------------------------|---------------------------|------|---------------------------|---------------------------|-------|
|                                  | عدد<br>الشهامة<br>المباعة | القيمة<br>(مليون<br>جنيه) | %     | عدد<br>الشهامة<br>المباعة | القيمة<br>(مليون<br>جنيه) | %    | عدد<br>الشهامة<br>المباعة | القيمة<br>(مليون<br>جنيه) | %    | عدد<br>الشهامة<br>المباعة | القيمة<br>(مليون<br>جنيه) | %    | عدد<br>الشهامة<br>المباعة | القيمة<br>(مليون<br>جنيه) | %     |
| الأفراد                          | 648923                    | 6489                      | 7.71  | 506817                    | 5068                      | 6.1  | 815949                    | 8109                      | 9    | 821303                    | 82.1                      | 9.9  | 718630                    | 71.8                      | 8.76  |
| البنوك<br>التجارية               | 652362                    | 8518                      | 10.02 | 4117298                   | 41173                     | 49.2 | 4167298                   | 416763                    | 46.1 | 2199048                   | 219.9                     | 26.5 | 2228092                   | 222.8                     | 27.18 |
| البنك<br>المركزي                 | 4874856                   | 46755                     | 55.57 | 1839072                   | 18391                     | 22.2 | 183972                    | 18291                     | 20.3 | 3272504                   | 327.3                     | 39.4 | 3272504                   | 327.3                     | 39.93 |
| المؤسسات<br>والصناديق<br>واللجان | 2237076                   | 22371                     | 26.59 | 1816782                   | 18167                     | 21.9 | 221978                    | 22198                     | 24.6 | 1999046                   | 199.9                     | 24.1 | 1976277                   | 197.6                     | 24.11 |
| الإجمالي                         | 8413247                   | 84133                     | 100   | 8279969                   | 82799                     | 100  | 9042101                   | 90421                     | 100  | 8291901                   | 829.2                     | 100  | 8195403                   | 819.5                     | 100   |

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي السوداني COBS (2013-2014-2015-2016-2017)

بالاستعانة بالتقارير السنوية لبنك السودان المركزي ومن خلال الجدول رقم 07 نلاحظ أن هناك تذبذب وتقلب واضح في عدد الصكوك المباعة خلال السنوات ( 2013-2017 )، حيث نجد أن خلال سنة 2013 البنك المركزي هو الذي استحوذ على النسبة الأكبر من صكوك الاستثمار الحكومية " صرح " بنسبة وصلت إلى 57.57 % تليها المؤسسات والصناديق واللجان بنسبة 26.59 % ثم تليها البنوك التجارية بنسبة 10.12 % وفي الأخير تأتي الأفراد بنسبة 7.71 % إلا أنه وفي السنوات اللاحقة (2014-2015) نجد أن النسبة الأكبر والتي استحوذت على صكوك الصرح هي البنوك التجارية بنسبة ( 49.2 % ، 46.1 % ) على التوالي وبينما نفس الترتيب للجهات الأخرى ولكن بنسب مختلفة كما نلاحظ أنه خلال المدة 2016-2017 نجد أن هناك تراجع ملحوظ في الصكوك المتداولة من قبل البنوك التجارية بنسبة 27.18 % ثم المؤسسات والصناديق واللجان بنسبة وصلت في سنة 2017 الى 24.11 % وفي الأخير تأتي الجمهور بنسبة 8.76 % .

وهذا يعني أن كل من البنوك التجارية والبنك المركزي تسيطر على حجم التداول للصكوك في سوق الأوراق المالية للسودان .

### ثانيا : سوق التداول

هو السوق التي يتم فيه تداول عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أي بالوكالة وتتبادل ملكيتها في القاعة " أ " وفي مكاتب السوق ومن خلال الجدول رقم " 07 " نوضح تداول الصكوك الإسلامية في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2013 الى 2017 .

الجدول رقم08: نشاط تداول الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية

| عدد الصكوك المتداولة | عدد الشهادات المتداولة | العدد الكلي المتداول |             |
|----------------------|------------------------|----------------------|-------------|
| 1447341              | 6986324                | 8430665              | <b>2013</b> |
| 1198891              | 9996076                | 11194967             | <b>2014</b> |
| 1068892              | 11222669               | 12891561             | <b>2015</b> |
| 724021               | 7924732                | 8648753              | <b>2016</b> |
| 1845930              | 19242070               | 21088000             | <b>2017</b> |

المصدر : من إعداد الباحثين ، بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية ( 2013-2014-2015-2016-2017)

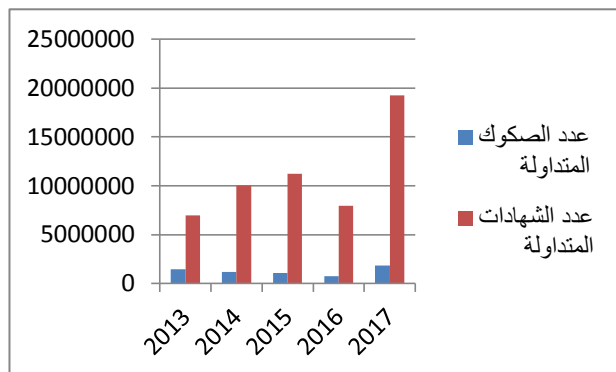
من خلال الجدول رقم08 يتضح لنا أن حجم تداول كل من الصكوك والشهادات الإسلامية خلال الفترة من 2013 الى 2017 شهدت تقلبات من سنة الى أخرى الى أن بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2017 بحجم تداول

كلي يقدر ب 21088000 صك وشهادة ، ومن خلال هذا الشكلين يمكن لنا توضيح نشاط تداول الصكوك والشهادات الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية والحجم الكلي المتداول .

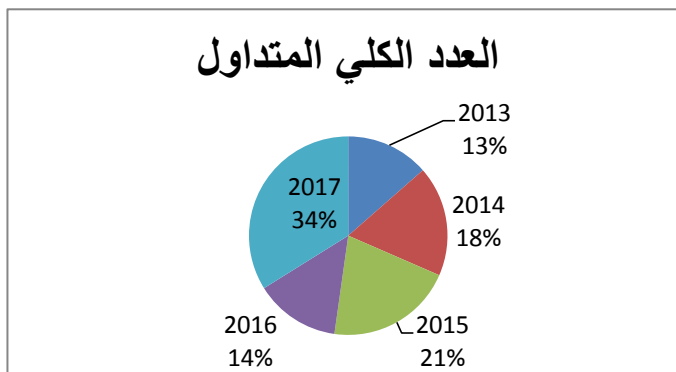
الشكل رقم 09 : نشاط تداول الصكوك والشهادات في

الشكل رقم 08 : الحجم الكلي المتداول للصكوك في سوق

سوق الخرطوم للأوراق المالية



سوق الخرطوم للأوراق المالية



المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (07)

### ثالثا : دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد السوداني

تعد التجربة السودانية تجربة فريدة من نوعها في مجال صناعة الصكوك الإسلامية، وهذا يرجع إلى كون القطاع المصرفي السوداني يعمل وفق الشريعة الإسلامية، حيث تمكنت من تحقيق الأهداف المرجوة منها، والمتمثلة في:<sup>1</sup>

**1) إدارة السيولة:** من أجل تطوير إدارة السيولة قامت وزارة المالية السودانية باستحداث شهادات البنك المركزي (شمم) في جوان 1998 ، وشهادات المشاركة الحكومية (صرح) خلال عام 2003 ، وبعدما تم استحداث شهادات إيجار البنك المركزي (شهاب) في سبتمبر 2005 ، حيث تمكنت عن طريق هذه الأدوات في إطار مايعرف بعمليات السوق المفتوحة من تخفيض معدلات التضخم وتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد وإستقرار سعر الصرف وزيادة معدلات النمو الاقتصادي والاعتماد على الموارد الحقيقية بدلا من الاستدانة من الجهاز المصرفي .

**2) تمويل العجز في الموازنة العامة:** لقد كان للصكوك الحكومية السودانية دورا مهما في تمويل عجز الموازنة العامة للسودان لسنة 2014 حيث ساهمت المشاركة الحكومية (شهامه) ب 1611.6 مليون جنيه بنسبة مساهمة

<sup>1</sup> زيدي البشير ، حفوطة الأمير عبد القادر : استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجرتي السودان وماليزيا نموذجا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 76 .

قدرت ب 36% اما مساهمة صكوك الاستثمار ( صرح) فقد قدرت ب 173.1 أي بنسبة 48.81% من إجمالي التمويل لسنة 2014، والجدول رقم " 09 " يبين مساهمة كل من الشهامة وصرح في تمويل عجز الموازنة خلال الفترة الممتدة من 2013 الى 2017 .

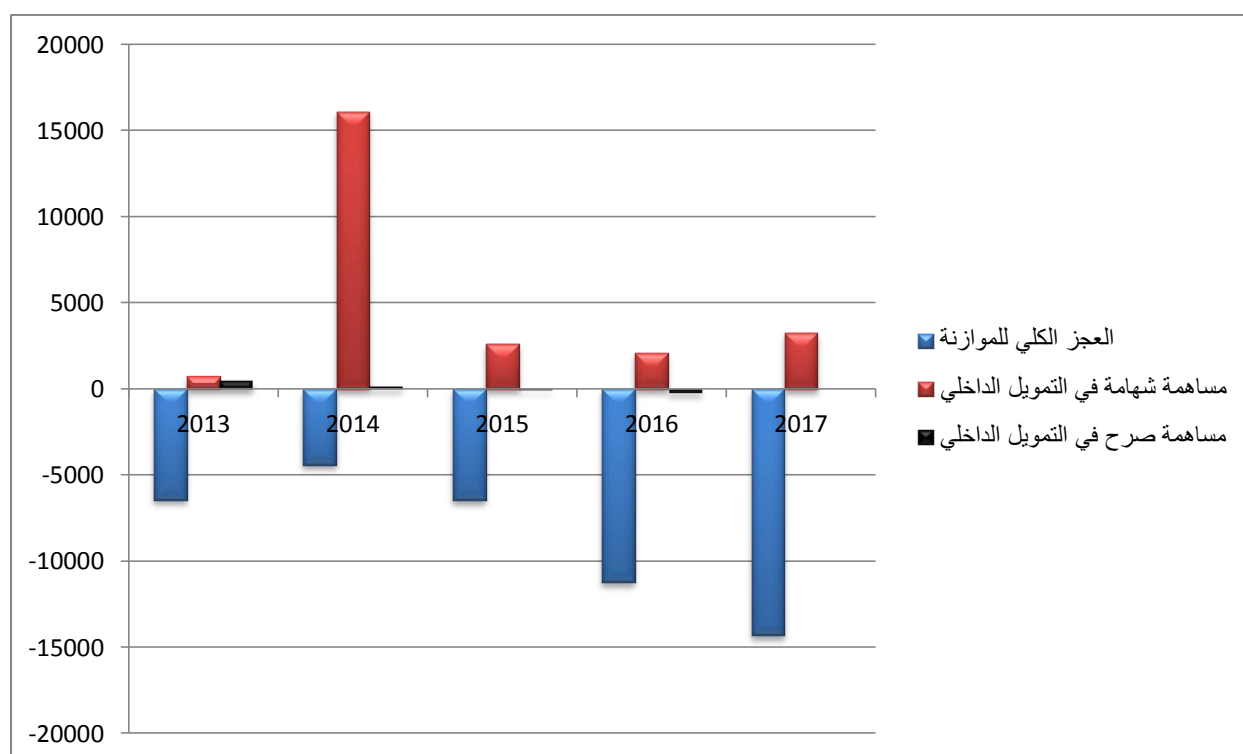
**الجدول رقم 09 : مساهمة الصكوك الحكومية السودانية في تمويل عجز الموازنة العامة خلال الفترة الممتدة من 2013 الى 2017**

الوحدة ( مليون جنيه )

| السنوات        |                    |                   |                |                 | السند                           |
|----------------|--------------------|-------------------|----------------|-----------------|---------------------------------|
| 2017           | 2016               | 2015              | 2014           | 2013            |                                 |
| ( 14314 )      | ( 11234.9 )        | ( 6476.4 )        | ( 4416.9 )     | ( 6456.5 )      | العجز الكلي للموازنة            |
| 3276<br>22.88% | 2109.4<br>18.77%   | 2611.2<br>40.31%  | 16116<br>36.4% | 738.7<br>11.45% | مساهمة شهامة في التمويل الداخلي |
| -              | ( 206.4 )<br>1.83% | ( 50.3 )<br>0.77% | 173.1<br>4%    | 495.7<br>7.67%  | مساهمة صرح في التمويل الداخلي   |

المصدر : من إعداد الباحثين، اعتمادا على التقارير السنوية للبنك المركزي السوداني ( 2013-2014-2015-2016-2017 )

**الشكل رقم 10 : أدوات الدين الداخلي لتمويل عجز الموازنة خلال الفترة من 2013 الى 2017**



المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم(09)

من الشكل رقم 10 والجدول رقم 09، وبالإستعانة بالتقارير السنوية للبنك المركزي السوداني، نلاحظ أنه قد كان للصكوك الحكومية السودانية دورا مهما في تمويل عجز الموازنة العامة للسودان لسنة 2017 ، وبإقاي السنوات الأخرى حيث ساهمت شهادات المشاركة الحكومية ( الشهامة ) ب 3276 مليون حنيه بنسبة مساهمة قدرت ب 36% ، أما مساهمة صكوك الاستثمار الحكومية ( صرح ) فقد قدرت ب 173.1 مليون جنيه، أي بنسبة مساهمة 4% من إجمالي التمويل الداخلي لسنة 2014، وكما هو موضح في الجدول رقم 05 ، إلا أنه نجد أن هناك تذبذبا واضحا في حجم المساهمة لصكوك الاستثمار ( صرح ) في عجز الموازنة خلال السنوات الاخيرة ( 2015-2017 )، الا أن هذا لا يعني الدور الكبير الذي لعبته كل من صكوك المشاركة الحكومية ( شهامة )، وصكوك الاستثمار الحكومية ( صرح ) في تمويل عجز الموازنة خلال الفترة ( 2013-2017 ) .

### المبحث الثاني : متطلبات إقامة سوق للصكوك الإسلامية بالجزائر

سنحاول في هذا المبحث أن نعرض أهم الدائم الأساسية لإقامة سوق للصكوك الإسلامية في الجزائر، وكذا محاولة توضيح الدور الذي يتوقع ان تلعبه الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري .

### المطلب الأول : الدائم الأساسية لإقامة سوق الصكوك الإسلامية بالجزائر

إن إقامة سوق للصكوك الإسلامية في الجزائر يتطلب جملة من الدائم، التي لا بد من توفرها لإنشاء سوق للصكوك الإسلامية ، وتتمثل هذه الدائم في :

✓ إنشاء بنوك إسلامية جديدة : من الملاحظ أن عدد البنوك الإسلامية بالجزائر محدود جدا، حيث يقدر بينكين اثنين (بنك السلام وبنك البركة) ، لكن الحكومة الجزائرية تسعى حاليا لتوسيع نطاق الصيرفة الإسلامية، وإنشاء المزيد من البنوك الإسلامية ودمجها داخل الاقتصاد الجزائري ، وهكذا تكون البداية لإنشاء المصارف الإسلامية الجديدة وبالتالي الانطلاقة إلى السير نحو إقامة سوق للصكوك الإسلامية بالجزائر .

✓ فتح شبابيك للمنتجات المالية الإسلامية في البنوك التقليدية: هذا الأمر بمثابة الضوء الأخضر للأدوات المالية الإسلامية عموما والصكوك الإسلامية خصوصا ، حيث تم اطلاق نظام جديد خاص بالتمويل الاسلامي، وتم تطبيقه في مجال اقتناء السيارات عن طريق صيغة المرابحة ، والذي تم اعتماده في بعض البنوك، وهذه الخطوة التي انتهجتها الحكومة هي بمثابة استقطاب فائض السيولة من السوق الموازية الى البنوك .

✓ تنشيط بورصة الجزائر وتفعيلها : يتطلب خلق سوق للصكوك الاسلامية بالجزائر وجود بورصة فعالة ونشطة ، الا انه في الواقع تعاني بورصة الجزائر من ركود تام في التداول ، وبالتالي يجب ان تعمل السلطات الجزائرية على اضافة مزيد من الحركية والنشاط في البورصة من أجل خلق سوق للصكوك الاسلامية، وهذا عن طريق زيادة في حجم التداول في الادوات المالية .



- ✓ إصدار تشريع خاص بالصكوك الإسلامية: يتعين إصدار قانون خاص للصكوك الإسلامية، وكذا إدراج بعض المواد في القانون التجاري تتعلق بالصكوك الإسلامية.
- ✓ توسيع تطبيقات الصيرفة الإسلامية : وهذا عن طريق تفعيل نظام رقم 18-02 توسيع نطاق تطبيقه، فهذا الأمر من شأنه أن يكون كمفتاح لبداية التداول للأدوات المالية الإسلامية على العموم ، والصكوك الإسلامية على وجه الخصوص.
- ✓ تكوين وتهيئة كوادر بشرية في المالية الإسلامية : لابد من بداية زرع الاقتصاد الإسلامي بالجزائر من خلال إدراج تخصصات للصناعة المالية الإسلامية في برامج مؤسسات التعليم العالي، ولجميع الأطوار ليسانس وماستر ودكتوراه .

### المطلب الثاني : الدور المتوقع للصكوك الإسلامية في الجزائر

لقد أصبح للمالية الإسلامية دورا كبيرا في النشاط الاقتصادي ودفع عجلة النمو والتنمية ، الأمر الذي جعل العديد من الدول الإسلامية، وحتى بعض البلدان ، تتجه نحو التعامل بالأدوات المالية الإسلامية ، حيث تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل أدوات جذب المدخرات وتجميع الأموال لتنمية رأس المال، سواء كان بغرض الاستثمار أو تمويل المشاريع الاستثمارية والبنى التحتية، حيث تعتبر الجزائر من الدول التي لم تفتح الباب على هذه الأداة ( الصكوك الإسلامية ) من التمويل، على الرغم من الحاجة الملحة والماسة إليها لاسيما في ظل عجز الموازنة الذي يزداد بحدة من جراء الأزمة المالية الاقتصادية التي بدأت منذ عام 2015 .

ويمكن توضيح الدور الذي ستلعبه الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية والأنشطة الاقتصادية في الجزائر في حالة ما إذا اعتمدت على التمويل الإسلامي، وهذا من خلال تأثير الصكوك الإسلامية على كل من الاقتصاد الجزائري وبورصة الجزائر، فيما يلي :

**1) تأثير الصكوك الإسلامية على الاقتصاد الجزائري : تؤثر الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري من خلال العمل على :**

- ✓ **تدنية المخاطر المالية :** فمن المعروف أنه تتزايد حدة المخاطر المالية بتناقص حجم التنوع في مصادر التمويل ، والتي تنحصر حاليا على الأساليب التقليدية فقط، وعلى فئة محددة من الأطراف التمويلية ( البنوك ، الخزينة العامة ) مما يزيد من درجة المخاطر ، وبالتالي تقدم الصكوك الإسلامية لهذه الأطراف فرصة جديدة لإحداث التنوع في مصادر التمويل المعتمدة في تمويل المشاريع الاستثمارية الجزائرية، الأمر الذي يؤدي الى انخفاض درجة المخاطرة لهذه الأطراف وتوزيعها بينهم كل حسب عدد الصكوك التي يملكها ودرجة مساهمته في رأس المال ( قاعدة الغنم بالغرم )، وبالتالي يخفض من الآثار التي قد تتجم عن الزيادة في المخاطر .

✓ **تخفيض معدلات التضخم** : يواجه الاقتصاد الجزائري في الأونة الأخيرة من ارتفاع في معدلات التضخم الناجمة عن زيادة في الكتلة النقدية، والذي انعكس بدوره على انخفاض القدرة الشرائية، وفي ظل تلك الظروف تعتبر الصكوك الإسلامية فرصة استثمارية مختلفة لامتناس السيولة الزائدة في السوق وذلك عن طريق قيام المؤسسات المالية الإسلامية بطرح صكوك للتداول وامتصاص هذه السيولة، وبالتالي إعطاء فرصة لهذه المؤسسات بإدارة السيولة الزائدة المتوفرة لديها .

✓ **تقديم فرص استثمارية لأصحاب الفوائض المالية** : تعتبر ظاهرة اكتناز الأموال أكثر شيوعا لدى الفرد الجزائري، فهو يفضل أن يقوم باكتناز الأموال التي بحوزته بدل استثمارها أو ايداعها لدى البنوك، والتي هي بدورها تقوم باستثمارها في المشاريع الاقتصادية الناجحة، وهذا تقاديا للتعامل الربوي ، إذا تعتبر الصكوك الإسلامية قناة جديدة لأصحاب الفوائض المالية لاستثمار أموالهم ، فهي تتيح للأفراد والمؤسسات والحكومات فرصا استثمارية بصورة تمكنهم من ادارة سيولتهم بشكل مريح .

(2) **تأثير الصكوك الإسلامية على بورصة الجزائر** : تعتبر بورصة الجزائر الأضعف والأقل تعاملًا بين مختلف البورصات العالمية ، وذلك لقلّة المعاملات المالية التي تتم فيها، ويمكن توضيح دور الصكوك الإسلامية فيمايلي :

✓ **الرفع من درجة التنوع في المحافظ الاستثمارية** : حيث يتيح إصدار الصكوك الإسلامية بأنواع مختلفة وآجال متعددة من خلق فرص استثمارية بديلة للاقتصاد الجزائري، هذا من جهة، ومن جهة أخرى يسمح بالتنوع في المحفظة المالية للمستثمر، مما يؤدي إلى التقليل في درجة المخاطرة لديه .

✓ **زيادة مستوى تداول الأوراق المالية وانعكاس حركة التداول في البورصة** : وذلك عن طريق زيادة عدد تداولات وتنوع الأوراق المالية المتداولة التقليدية ( أسهم وسندات ) والصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها .

إضافة الى ماسبق يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في :

- تنوع المصادر التمويلية لدى البنوك والمؤسسات.
- استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية وقطاع السكن.
- استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الريفية المتعلقة بالزراعة مثل صكوك السلم .
- استعمالها في تمويل مشاريع إقتصادية جديدة وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي خلق مناصب شغل، مما يؤدي الى التخفيض من ظاهرة البطالة لدى الشباب .

يمكن للجزائر ان تستفيد من تجربي السودان وماليزيا في مجال الصكوك الإسلامية ، فمثلا من التجربة السودانية استخدمت الصكوك الإسلامية من أجل تمويل عجز الموازنة العامة ، أما بالنسبة لماليزيا فقط استخدمت الصكوك في تمويل مختلف قطاعاتها ومشاريعها الاستثمارية.

## خلاصة :

إن السوق المالي لكل من ماليزيا والسودان يعتبر من أهم مكونات النظام المالي لكليهما ، وقد لعبت الحكومتان الماليزية والسودانية دورا كبيرا في إنشائه وتطويره ، حيث يتم فيه تداول مختلف الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي تتمثل في صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن آجل وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الإستصناع وصكوك الإجارة، إضافة إلى صكوك الوكالة بالاستثمار، والتي تم إصدارها أول مرة في سنة 2011 ، وبعض هذه الصكوك مازالت محل خلاف فقهي، كصكوك البيع بثمن آجل وصكوك الإستصناع كونها تقوم على بيع الدين المحرم شرعا ، هذا بالنسبة لسوق الماليزي .

أما في السودان فنجد أنها تتداول عديد من الصكوك، منها صكوك شهادة الاستثمار الحكومية " صرح "، وصكوك شهادة إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول " شامة "، وشهادة المشاركة الحكومية السودانية " الشهامة "، وقد ساهمت الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية والمشاريع التنموية في ماليزيا، وكذلك في تمويل عجز الموازنة العامة في السودان .

ومن خلال تأمل التجريبتين الماليزية والسودانية فانه نجد أنهما تجريبتين رائدتين وتتنبئ بمستقبل متطور للصناعة المالية الإسلامية ، وعلى الجزائر أن تستفيد منه، لذلك فان إقامة سوق للصكوك الإسلامية في الجزائر يعتبر أمرا مهما، وذلك لما يتوقع أن تحدثه هذه الصكوك دورا مهما في تمويل المشاريع التنموية والمساعدة في تمويل عجز الموازنة العامة .

خاتمة

## خاتمة

تناولت هذه الدراسة الصكوك الإسلامية ودورها التمويلي، وتحديد دورها في تمويل اقتصاد كل من ماليزيا والسودان، فحاولنا مناقشة هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة، التي تمحورت حول كيفية تطوير سوق للصكوك الإسلامية في الجزائر .

ولقد تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن الصكوك الإسلامية أداة تمويلية ناجحة في الاقتصاد، وذلك لقدرتها على تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، وتعتبر الصكوك من أهم مبتكرات الهندسة المالية الإسلامية لتحل بديلا من الأدوات المالية التقليدية .

### نتائج إختبار فرضيات الدراسة

سنحاول اثبات صحة أو خطأ الفرضيات المدرجة في المقدمة العامة كما يلي :

**الفرضية الأولى :** نصت على أن الصكوك الإسلامية عبارة عن إحدى منتجات الهندسة المالية الإسلامية، ويتم إصدارها في إطار أحكام الشرع الحنيف ، وقد توصلنا إلى صحة الفرضية من خلال البحث، حيث للصكوك ضوابط شرعية وأخرى اقتصادية .

**الفرضية الثانية :** لقد برهنت نتائج الدراسة التطبيقية على المساهمة الفعالة والبارزة للصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد، وظهر ذلك جليا في مساهمتها في تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية لماليزيا، خاصة القطاع الحكومي ، وتمويل عجز الموازنة في الاقتصاد السوداني، مما يؤكد صحة الفرضية الثانية .

**الفرضية الثالثة :** نصت الفرضية على أن الصكوك الإسلامية البديل الأنسب للأدوات التقليدية في تمويل عجز الموازنة العامة، وهو ماتم إثباته، حيث توصلنا من خلال الدراسة أن الصكوك الإسلامية تعتبر البديل الأمثل للتمويل التقليدي ( الأسهم والسندات ) لتمويل عجز الموازنة، وهو ما برهنت عليه نتائج الدراسة التطبيقية، حيث أن الاقتصاد السوداني يعتمد بنسبة كبيرة على الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة .

**الفرضية الرابعة :** من خلال الدراسة التطبيقية توصلنا الى أن الصكوك الإسلامية قد حققت نجاحا معتبرا في الدول الإسلامية، وخير دليل الاقتصاد السوداني، وكذلك في الدول غير الإسلامية، وهو ما برهنت عليه دولة ماليزيا .

### نتائج الدراسة

من خلال الجانب النظري والتطبيقي يمكن تلخيص أهم ماتوصلت اليه الدراسة فيمايلي :

- أن الصكوك الإسلامية، ونظرا لخصائصها، تلعب دورا كبيرا على مستوى الاقتصاد، نظرا لقدرتها على تعبئة المدخرات واستثمار الأموال، وكذا دورها الكبير في تمويل المشاريع الاقتصادية والتنمية، وتعتبر أداة ملائمة لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة، لذلك يتعدد المتعاملون في هذه الصكوك .
- إن الصكوك الإسلامية عموما تنقسم الى ثلاث مجموعات حسب العقد القائمة عليه ، وهذه المجموعات هي : الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الشراكة ، الصكوك الإسلامية القائمة على عقد البيع ، الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الإجارة .
- تتعدد وتتنوع الصكوك الإسلامية في ماليزيا، حيث توجد صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن أجل ، واللذين تعتبران أولى إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا ، وكذا صكوك الاستصناع وصكوك المشاركة وصكوك المضاربة، إضافة الى صكوك الإجارة (المحلية والدولية) ، وأخيرا صكوك الوكالة بالاستثمار .
- حققت التجربة السودانية نجاحا في العمل المصرفي الإسلامي بشكل عام ، وكون النظام المالي السوداني يعمل بالكلفة وفق مبادئ الشريعة الإسلامية جعلها تتبوأ مكانة مهمة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية .
- كانت ومازلت التجربة الماليزية التجربة الأولى والرائدة والمرجعية في إصدار الصكوك الإسلامية، والدليل على ذلك تربعها على عرش إصدار الصكوك الإسلامية .
- تساهم الصكوك الإسلامية بشكل كبير في تمويل الاقتصاد الماليزي ، وقد تم الاعتماد عليها في تمويل مختلف القطاعات، وخاصة قطاع البنى التحتية .
- هناك مجموعة من المتطلبات التي يجب أن توفرها الجزائر لإيجاد بيئة داعمة لتنمية وتطوير الصكوك، التي من أهمها تنظيم القوانين المنظمة لها، وخاصة تطوير وتنشيط السوق المالي ، والأولى من هذا هو الرغبة القوية لدى السلطات العليا .
- هناك فائدة كبيرة يمكن أن تحققها الجزائر من وراء إصدار أنواع مختلفة للصكوك .
- تعتبر الصكوك أداة لتمويل التنمية الاقتصادية .
- يمكن أن تمول الصكوك مشروعات كبيرة في الاقتصاد، من بينها البنى التحتية، التي تعودت الجزائر أن تمولها من خزينتها العامة، وخاصة مع أزمة انخفاض البترول .

#### الاقتراحات والتوصيات :

- على ضوء النتائج المتوصل اليها من خلال دراستنا لموضوع الصكوك الإسلامية، وكيفية إنشاء سوق لها بالجزائر، توصلنا الى جملة من المقترحات والتوصيات أهمها :
- ضرورة بذل مجهودات إعلامية للترويج لثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية كمنتج جديد بديل عن الأدوات الاستثمارية التقليدية، ولاستقطاب المتعاملين الراضين للتعامل بالادوات المالية التقليدية .

- عمل الحكومة الماليزية على توحيد فتوى شرعية في مختلف جوانبها والآليات التي تعمل بها، وهذافي ظل التركيز على مختلف الجوانب الشرعية .
- الاستفادة من التجارب التي عرفتھا الكثير من الدول في مجال تطبيقات الصكوك ، على غرار السودان وماليزيا.
- بالنسبة للجزائر فقد تأخرت كثيرا في تطبيق الصكوك الاسلامية، وليس هناك مايبيرر مزيدا من التأخر، ومن غير المنطقي أن تتكيف هذه المنتجات مع المنظومة القانونية المالية والنقدية في الدول الغربية ولا يتم ذلك في الدول الاسلامية .
- تعد الجزائر من الدول التي أضاعت الكثيرمن الفرص لتطوير اقتصادها وتعبئة الموارد اللازمة لموازنتها، وخاصة أنها تعد من أكثر الدول التي عانت من معضلة المديونية الخارجية، والتي كانت عبارة عن تجربة صعبة كان يفترض أن يستقى منها العديد من الدروس ، منها العمل على فتح المجال أمام التعامل مع المنتجات المالية الإسلامية، والعمل على تهيئة البيئة المناسبة لتطورها وازدهارها .

### آفاق الدراسة

يعتبر موضوع دراسة تطوير سوق للصكوك الإسلامية بالجزائر من المواضيع النادرة بجامعتنا ، لذلك يمكن القول أن دراسة مثل هذه المواضيع جد مهمة ، لذلك نقترح بعض الآفاق الدراسة والتي من وجهة نظرنا تستحق البحث فيها ، وهي كالاتي :

- مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل قطاع السكن بالجزائر .
- دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة .
- تمويل البنى التحتية بالجزائر باستخدام الصكوك الإسلامية .

## قائمة المراجع



## أولا : المراجع باللغة العربية

### الكتب:

- (1) أحمد جابر بدران، الشروط وعلوم الصكوك ، دار النشر للجامعات ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، مصر، 2017
- (2) أمال عبد الوهاب عمري ، الصكوك- دراسة فقهية مقارنة- ، مطبعة تونس قرطاج - الشرقية- الطبعة الأولى ، جانفي 2017، تونس
- (3) محمد عبد الله ، شاهين محمد، سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية ، دار حميثر للنشر والتوزيع ، 2017
- (4) محمد مبارك البصمان ، صكوك الإجارة الإسلامية - دراسة قانونية مقارنة بالشرعية الإسلامية - دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، 2011 ، الأردن

### المذكرات :

- (5) اسامة عبد الحليم الجورية ، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الدراسات الاسلامية ، معهد دعوة الجامعي للدراسات الاسلامية ، (1430 هـ - 2009 م) ، دون ذكر بلد النشر
- (6) عبد الحميد فيجل ، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص الأسواق المالية والبورصات ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2014
- (7) علام عبد النور ، دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل لسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام مقارنة بين التجربة الماليزية و التجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في اطار مدرسة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي لتنمية المستدامة ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، الجزائر ، 2011-2012

### المجلات والدوريات :

- (8) العرابي مصطفى ، حمد معدية ، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ، مجلة البشائر الاقتصادية ، المجلد الثالث ، العدد الأول ، مارس 2017 ، الجزائر
- (9) نوال بن عمارة ، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية ، مجلة الباحث ، العدد التاسع ، 2011 ، جامعة ورقلة ، الجزائر
- (10) سارة بوسعيد وآخرون ، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية ، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة ، عدد خاص ، المجلد رقم 01 : أبريل 2018

الملتقيات والمؤتمرات :

- 11) معطى الله خير الدين ، شريقان رفيق ، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي ، جامعة قالمة ، 3-4 ديسمبر 2012
- 12) سليمان ناصر ، ربيعة بن زيد : الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر ، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية ( بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية )، جامعة ورقلة ، يومي 5 و6 ماي 2014
- 13) زواق الحواس ، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة ، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية ، جامعة المسيلة ، يومي 5 و6 ماي 2014

التقارير :

- 14) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، المعايير الشرعية ، معيار رقم 17 ، البحرين ، نوفمبر 2018
- 15) التقرير السنوي للبنك المركزي السوداني COBS لسنة 2013 ، 2014 ، 2015 ، 2016 ، 2017

ثانيا : المراجع باللغة الاجنبية :

- 16) Securities commission Malaysia , Securities commission annual report , 2013 , 2014 , 2015, 2016 , 2017

المواقع الالكترونية :

- 17) [http://: democraticac.de](http://democraticac.de) ..... 26/4/2019