

نحو إدراج الصكوك الإسلامية لإعادة تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر
-قراءة في التجربة الماليزية-

Towards The Inclusion Of Islamic sukuk To Reactivate and revitalize the Algiers stock exchange –
reading In the Malaysian experience-

غنية بوربيعة^{1*}، كشرود بشير²

¹ كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، University Of Algiers 3، (الجزائر)

² كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، University Of Algiers 3، (الجزائر)

تاريخ الاستلام : 2019/10/14؛ تاريخ القبول: 2020/02/22؛ تاريخ النشر: 2020/06/25

ملخص : تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز أهمية الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط السوق المالي وتطويره، من خلال تسليط الضوء على التجربة الماليزية كنموذج يمكن لبورصة الجزائر الاستفادة منه لإنجاح مشروع إصلاح منظومة السوق المالي من خلال تنويع الأدوات المالية التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية، وذلك باعتبار ماليزيا رائدة في هذا المجال فهي تصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية بحصة سوقية تقدر ب 62.5٪ سنة 2017. وخلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية فعلا سمحت بتوسيع قاعدة السوق الأولية وتنشيط السوق الثانوية الماليزية ورفعت من كفاءتها.

الكلمات المفتاح: صكوك إسلامية؛ سوق مالي إسلامي؛ كفاءة أسواق مالية؛ سوق مالي ماليزي؛ بورصة الجزائر.
تصنيف JEL: G14؛ G15؛ G29؛ D53.

Abstract: The objective of this paper is to highlight the role of Islamic Sukuk as a tool to stimulate and develop the financial market. The Malaysian experience was highlighted as a model through which the stock exchange of Algeria could benefit the success of reforming the financial market system by diversifying Islamic financial instruments. This field leads the world in the issuance of Islamic Sukuk with a market share of 62.5% in 2017. The study concludes that Islamic Sukuk are actually allowed to expand the primary market base and revitalize and develop the Malaysian secondary market efficiency.

Keywords: Islamic Finance ; Islamic Financial Market ; Financial Market Efficiency; Malaysian Financial Market; Algeria stock exchange.

Jel Classification Codes : G14; G15; G29; D53

* Corresponding author, e-mail: ghania.bourabia@univ-alger3.dz

I- تمهيد :

تعتبر الأسواق المالية في العصر الحالي عصب الحياة الاقتصادية في العديد من بلدان العالم والتي أولت إليها أهمية بالغة، فهي تمثل أداة فعالة لتمويل الاستثمارات ومشاريع التنمية، استجابة لطلب المؤسسات والحكومات في إطار الدفع بعجلة النمو وخلق الثروة على المستويين الوطني والدولي استوجب على البلدان البحث في كيفية تطور أسواقها المالية وتنشيطها من خلال ابتكار وتنويع أدواتها المالية.

وفي ظل تطور الصيرفة الإسلامية وانتشار العمل بها على نطاق واسع ظهرت الصكوك الإسلامية كواحدة من الابتكارات التي جاءت بها الهندسة المالية وفق المنظور الإسلامي كبديل للسندات التقليدية. كما أن الظهور المتأخر لهذه الصكوك لم يمنعها من أن تشهد انتشارا وإقبالا واسعا ومتناميا خلال السنوات الأخيرة، فهي تعتبر من أهم الأدوات الإسلامية التي تمكنت من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم الغربي والإسلامي على حد سواء.

الجزائر وعلى الرغم من الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي قامت بها، إلا أن بورصتها التي أنشئت منذ أكثر من ثلاثين سنة شهدت تحلف في الاضطلاع بدورها والمتمثل أساسا في استقطاب الاستثمار ودعم اقتصاد البلاد والمساهمة في الدفع بعجلة التنمية خاصة في ظل الأوضاع الصعبة التي يعيشها الاقتصاد الوطني منذ النصف الثاني من سنة 2014 نتيجة انهيار أسعار النفط. هذا ما رسخ ضرورة إصلاح وإعادة تفعيل بورصة الجزائر كآلية تمويلية أكثر من أي وقت مضى نظرا للبدائل التمويلية التي توفرها والإقبال الكبير المنتظر من المكنيين، اقترح خبراء اقتصاديون جزائريون اللجوء لطرح الصكوك الإسلامية كأداة مالية جديدة قوية وكفيلة لتعبئة المدخرات وتمويل المشاريع بالنسبة للاقتصاد الجزائري من جهة وكذا تفعيل البورصة وتنشيطها من جهة أخرى.

I.1- إشكالية الدراسة:

وعلى ضوء ما سبق يمكن صياغة إشكالية ورقتنا البحثية كالآتي:

هل ساهمت الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالي الماليزي؟ وإلى أي مدى يمكن للجزائر الاستفادة من تجربتها؟

وللإجابة على الإشكالية ارتأينا تقسيم هذا البحث إلى المحاور التالية:

- ✓ المحور الأول: نظرة عامة حول الصكوك الإسلامية.
- ✓ المحور الثاني: واقع إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم.
- ✓ المحور الثالث: تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية الماليزية.
- ✓ المحور الرابع: صناعة الصكوك الإسلامية وإعادة تفعيل بورصة الجزائر.

I.2 - أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الموضوع في المكانة التي حظيت بها الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة خاصة في الدول الإسلامية ولدورها الفعال في تنشيط الأسواق المالية هذا من جهة، من جهة أخرى تزامنت مع سعي السلطات الجزائرية المستمر في إصلاح منظومة السوق المالي الجزائري وإعادة تفعيله بعدة طرق حيث مؤخرا تم اقتراح تبني صناعة الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر للقيم المنقولة. لذلك ارتأينا تخصيص هذه الدراسة لتحليل تجربة تنشيط السوق المالي الماليزي عن طريق ادراج الصكوك الإسلامية باعتبارها رائدة في هذا المجال، ومحاولة اسقاط وتكييف هذه التجربة على السوق المالي الجزائري.

I.3 - الدراسات السابقة:

◀ نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية "معالم الواقع وآفاق المستقبل"، دراسة تجريبية السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي - شلف، 2012.

ركزت هذه الدراسة على واقع أسواق الأوراق المالية لنماذج مختارة من دول إسلامية مع محاولة لعرض مقومات ومتطلبات الدول الإسلامية لتطوير أسواق أوراقها المالية في إطار آلية السوق المالية الإسلامية وتبيين إمكانية الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال تأسيس سوق رأس مال إسلامي وهذا خلال الفترة الممتدة من (2000-2010) باعتبارها أهم مراحل تطور سوق رأس المال الماليزي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن الدول الإسلامية تتوفر على كل المقومات والمتطلبات الضرورية لتطوير أسواق أوراقها المالية بتبني فلسفة السوق المالية

الإسلامية، ورغم النشأة الحديثة لمعظم أسواق الأوراق المالية الإسلامية إلا أن هناك تجارب رائدة على المستوى العالمي مثل التجربة الماليزية، ويعتبر الدعم الحكومي المستمر من طرف حكومة ماليزيا من أهم عوامل نجاح سوق رأس المال الإسلامي.

◀ شافية كناف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق

المالية العربية و الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2014.

تم تسليط الضوء في هذه الدراسة على دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية وخاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية، وخلصت الدراسة إلى أن نجاح هذه السوق وتطورها يعتمد اعتمادا وثيقا على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها حيث أن إتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يضيفي النجاح والتميز على أداء السوق المالية ويعتبر من أبرز عوامل نموها وتماسكها. كما تبين أيضا أنه ومن خلال الهندسة المالية الإسلامية يمكن تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية من شأنها توسيع وتنشيط السوق المالية الإسلامية التي تكمل وتساهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

◀ بدروي هدى، قوريش نصيرة، أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية - دراسة قياسية-، مجلة أبعاد

اقتصادية، جامعة أحمد بوقرة- بومرداس العدد 5، 2015.

تناولت هذه الدراسة عرض وتحليل أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بالتركيز على دراسة أثر زيادة الإصدارات على المؤشر العام للسوق المالية الماليزية، وقد تميزت التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية بالنجاح الكبير خاصة في السنوات الأخيرة، الأمر الذي أهلها لأن تكون مركزا للمالية الإسلامية في العالم، وإنشائها لقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية يتم إصدار وتداول للأدوات المالية الإسلامية التي كان لها الدور الكبير في زيادة إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية مما انعكس إيجابا على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية.

◀ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية

البحرين-، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 09، 2011.

استعرضت هذه الدراسة واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وأهم التحديات التي تواجهها وكذا إبراز دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية وتأسيس سوق مالية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقد خلصت الدراسة إلى ضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تتميز بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، والاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية. إن تطوير سوق مالية إسلامية وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية وتشجيع تسويقها، والابتعاد عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية.

تختلف دراستنا هذه عن الدراسات السابقة فإنها وبعد تسليط الضوء على واقع تطور إصدارات الصكوك في العالم، عرض وتحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية الماليزية باعتبارها رائدة في هذا المجال، حاولنا تكييف التجربة الماليزية لتستفيد منها الجزائر في إعادة تفعيل بورصة القيم المنقولة عن طريق تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها ومن بين هذه الأدوات طرح الصكوك الإسلامية وإنشاء سوق مالي إسلامي يسمح بخلق ديناميكية جديدة لتنشيط السوق المالي الجزائري.

I.4- نظرة عامة حول الصكوك الإسلامية:

I.4.1 مفهوم الصكوك الإسلامية:

تتمثل الصكوك الإسلامية في تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة الضوابط الشرعية والضوابط العامة للتداول.¹

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية (المعيار الشرعي رقم 17) 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 وغلقت باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها: صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضاربا وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد أو باعتبارها وكيلا يجعل مقابل أجر معين محدد مسبقا.²

يتفق التعريف الثاني والثالث فأن الصكوك الإسلامية عبارة عن حصة شائعة في ملكية الموجودات المخصصة للاستثمار، أما التعريف الأول فقد اعتبرها أصول غير سائلة محولة إلى صكوك قابلة للتداول وفق الشريعة الإسلامية. مما سبق نستنتج أن الصكوك الإسلامية ما هي إلا أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، ذات قيمة متساوية تمثل حصة شائعة في ملكية عينية أو مالية مضمونة بهذه الأخيرة، وتكون محكومة بضوابط شرعية، تعطي الحق لصاحبها في الحصول على أرباح كما يتحمل الخسائر المحتملة.

I.4.2 أهمية الصكوك الإسلامية:

- ✓ تكسب الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في النظم الاقتصادية الإسلامية، والتي تظهر من خلال ما يلي:³
- ✓ تمكن الصكوك الإسلامية البنوك المركزية من استخدامها أداة للسياسة النقدية. مما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم.
- ✓ تساهم الصكوك الإسلامية في تلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية والمشاريع الضخمة ومن خارج ميزانية الدولة، وبالتالي تخفيف العبء على كاهل الدولة، والدور الأهم لهذه الصكوك يأتي عند وجود عجز في الموازنة العامة للدولة، إذ باستطاعة الصكوك الإسلامية المساهمة في سد هذا العجز.
- ✓ تسهم الصكوك الإسلامية في جذب المدخرات وتعبئتها وكذلك الأموال المعطلة من مختلف فئات المجتمع وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار الحقيقية، والتي تسهم بالضرورة في نمو الناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ للصكوك الإسلامية دور مهم في تدعيم سوق الأوراق المالية وتطويره وبالأخص سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية من جهة، واجتذاب المزيد من المتعاملين إلى تلك السوق من جهة أخرى، وخصوصا الأشخاص الذين يجدون حرجا في التعامل في سوق الأوراق المالية المبني على أسعار الفائدة.
- ✓ تساهم عملية إصدار الصكوك الإسلامية في خلق مصدر جديد للتمويل، ويؤدي ذلك إلى تقليل من درجة سيطرة الجهاز المصرفي بعده مصدرا وحيدا للتمويل.
- ✓ الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.⁴

I.5- واقع إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم:

لقد شهد الإصدار العالمي الإجمالي من الصكوك الإسلامية خلال السنوات الأخيرة، كما هو موضح في الشكل رقم (01)، ميلا معتبرا نحو الارتفاع ناهز عن 205% ليسجل فقط بين سنتي 2016 و2017 زيادة أكثر من 32%، حيث انتقل من 87.9 مليار دولار إلى 116.7 مليار دولار. ولقد تم تسجيل هذه الزيادة في مناطق عديدة من العالم كدول آسيا، دول مجلس التعاون الخليجي، أفريقيا وبعض الدول الأخرى.

المتنم في الشكل رقم 01 يجد أن هناك انخفاض ملحوظ في سنة 2008 وسنة 2015، فبالنسبة لسنة 2008 انخفض حجم إصدار الصكوك الإسلامية بسبب النقص العالمي في السيولة نتيجة لتداعيات أزمة الرهن العقاري، حيث ارتفعت كلفة الاقتراض كما أن المستثمرين تكبدوا خسائر ضخمة بعد انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية. إلا أن السوق انتعشت كثيرا بعد عام 2009 حيث وصل الإصدار إلى نحو 37 مليار دولار ليبلغ أقصى قيمة له سنة 2012 ب 137 مليار إذ وصف بأنه عام الصكوك بامتياز. أما في سنة 2015 فقد انخفض حجم إصدار الصكوك إلى 67 مليار دولار أي بمعدل انخفاض ما يقارب 62% عن العام الماضي. هذا الانخفاض لا علاقة له بعوامل مثل انخفاض السلع أو التعديل المحتمل للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة كما كان متوقع في نفس السنة، بل السبب الرئيسي وراء ذلك توقف مصرف ماليزيا المركزي - أكبر مصدر للصكوك في العالم- عن الإصدار والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين.

من خلال الجدول رقم (01) والشكل البياني رقم (02)، المتعلقين بتمركز إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم حسب المنطقة خلال الفترة الممتدة من جانفي 2001- إلى ديسمبر 2017 وهذا حسب أربعة مناطق: دول آسيا والشرق الأوسط، دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط، أفريقيا، أوروبا. تعتبر منطقة آسيا هي اللاعب البارز والمهيمن على سوق الصكوك العالمية، حيث تمثل آسيا نسبة 72.1% من إصدارات الصكوك العالمية منذ نشأة السوق. كما تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي ثاني أكبر وجهة مصدرة للصكوك بحصة سوقية تبلغ 23%، وهي واحدة من المناطق الرئيسية التي تقود سوق الصكوك.

يتضح أيضا أن ماليزيا تنصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية بحصة سوقية تقدر ب 62.5 % سنة 2017. وهذا راجع للخبرة الماليزية في مجال صناعة التمويل الإسلامي وإلى تزايد ثقة المتعاملين بالمالية الإسلامية، وتبذل ماليزيا جهودا كبيرة وتقديم إعفاءات جمركية للحفاظ على موقعها كمرکز عالمي للتمويل الإسلامي يحتوي أكبر سوق عالمية للصكوك الإسلامية.

ثم تأتي السعودية في المرتبة الثانية بحصة سوقية 9.7 % وتوزل الامارات العربية المتحدة إلى المرتبة الثالثة بعدما كانت تحتل المرتبة الثانية خلال الفترة (2005-2012) بحصة 7.3 % لتاليها فيما بعد إندونيسيا 6.4 %، البحرين 2.8 %، قطر 2.6 %، وتركيا 2 %.

II – تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية الماليزية:

عموما فإن تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية تميزت بأنها التجربة الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% و 15% وهي أكبر سوق للصكوك الإسلامية حيث تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية ومنتجاتها مرنة وجاذبة للمستثمرين والمصدرين العالميين⁵، وعليه يمكن وصف التجربة الماليزية بأنها تجربة تم الإعداد والتخطيط العلمي لها مع توفير غطاء قانوني ودستوري مدعوم من قبل الحكومة والشعب، وتوفير جميع مستلزمات عملها من أدوات متعددة متوافقة مع الشريعة الإسلامية (صكوك إسلامية بصيغ تمويلية وجهات إصدار مختلفة)، سوق مالي إسلامي، كوادرات ذات خبر تم إعدادها بالجامعات التي أسست من أجل ذلك، مراكز بحث وتطوير وجميعها تعمل تحت مظلة شرعية واحدة تابعة للبنك المركزي الماليزي⁶. ولتقييم التجربة الماليزية سوف نقوم بدراسة بعض المؤشرات للحكم مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية والرفع من كفاءتها.

II.1 أهمية الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:

في هذا الصدد سنقوم بتحليل تطور أداء الأسهم المتوافقة مع الشريعة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بالحجم وبالقيمة السوقية بالنسبة لإجمالي السوق خلال الفترة 2007-2017. فمن خلال الجدول رقم (02) والشكل رقم (03) نجد أن التعامل بما قد تطور بشكل كبير، إذ ارتفعت من 853 شركة أسهمها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية سنة 2007 إلى 839 شركة سنة 2011، لتتخفص قليلا من 817 إلى 688 شركة أسهمها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتراوحت نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ما بين 71.4 – 89 % خلال فترة الدراسة، وبرسمة سوقية متزايدة بلغت ذروتها في 2017 إلى 1906.84 بليون رنجيت ماليزي بنسبة 59.46% من إجمالي السوق.

تعتبر هذه النسب المعترة التي فاقت 60% من إجمالي رسمة السوق ككل خلال فترة الدراسة عن مساهمة هذه الأسهم في تنشيط السوق المالي من جهة، ومن جهة أخرى الأهمية الاقتصادية والمالية للسوق المالي الإسلامي في ماليزيا. نلاحظ أيضا أن الأزمة المالية العالمية لم يكن لها تأثير كبيرا على الأسهم الإسلامية وهذا لما حظيت به الأسهم الإسلامية من تشجيع من طرف هيئة الأوراق المالية وكذا تزايد الوعي لدى المتعاملين في هذه الأسهم والشكل أعلاه بين تطور رسمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق المالي الماليزي.

II.2 مكانة الصكوك الإسلامية:

برزت الصكوك كواحدة من أهم الأدوات المالية الإسلامية والتي حظيت بقبول في أسواق المال العالمية، في هذا الصدد سنحاول تتبع تطور الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى 2017، فحسب المعلومات والبيانات المستمدة من مختلف تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة ماليزيا حظيت الصكوك الإسلامية بإقبال واهتمام متزايد مقارنة بالسندات التقليدية، وهذا راجع لتنوعها مما سمح بخلق ديناميكية وحيوية في سوق الإصدار الأولي، حيث بلغت الذروة سنة 2011 بنسبة 70.23% مقارنة بالسندات التقليدية.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (03) والشكل رقم (04)، أن نسبة الصكوك المصدرة مقارنة بالسندات التقليدية في بورصة ماليزيا شهدت نمو متزايد خلال الفترة (2005 – 2017) حيث فاقت النسبة 50% لتصل إلى 76.4 % سنة 2007، لتعرف تدهورا سنة 2008 إلى 30.85% وهذا بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية الي شهدها العالم من نفس العام. ومن الملاحظ أن هذا التدهور لم يدم طويلا فقد استرجعت مكانتها سنة 2009 وتفوقت على السندات التقليدية في بورصة ماليزيا بنسبة 59.13% مقابل 23.5 مليار رنجيت. هذا ما يوضح زيادة اهتمام ماليزيا بإصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية. ان الاستمرار في ارتفاع حجم إصدارات الصكوك راجع إلى التنوع في الصكوك من صكوك الإجارة، المشاركة، المضاربة مما خلف ديناميكية وحيوية في السوق الأولي، أما في سنة 2015 فقد انخفضت

النسبة بسبب القرار الذي اتخذ البنك المركزي وهو توقف عن الإصدار والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين، لتعود إلى الارتفاع سنة 2017.

II.3 رسملة السوق المالي الإسلامي:

يعبر مؤشر رسملة السوق على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار نظرا لتوسع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا وبالتالي زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر⁷، ولتعرف على مكانة وأهمية السوق المالي الإسلامي ضمن السوق المالية الماليزية سندرس تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2017.

المتعمن في الجدول رقم (04) والشكل رقم (05)، يلاحظ التطور الهائل والمستمر لرسملة سوق رأس المال الإسلامي بالنسبة إلى السوق المالي ككل خلال الفترة المدروسة (2001-2017) حيث تجاوزت النسبة 60 %، لتصل إلى ذروتها سنة 2006 ب 64.56% وبقيت محافظة على نفس النسبة حتى سنة 2015 لتشهد انخفاض طفيف، وهذا ما يدل على مكانة وأهمية السوق المالي الإسلامي الماليزي ضمن السوق المالي ككل بصفة خاصة والاقتصاد بصفة عامة.

إن الزيادة في الرسملة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي كان نتيجة لتنوع الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة من حيث النشاط والآجال مما يمكن السوق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، ما زاد من معدلات الرسملة للأسواق ووسع من قاعدة المؤسسات المشتركة بها. بمعنى أنها تزيد من قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية لأن حجم السوق بكل بساطة مرتبط بإيجابيا بالقدرة على تعبئة رأس المال والتنوع والمخاطرة وهذا ما وفر خاصية العمق والاتساع في السوق المالي الماليزي. إذن يمكن القول أن الصكوك الإسلامية وباقي الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة ساهمت في تنشيط ورفع من كفاءة الأسواق المالية الماليزية.

II.4 مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا:

على ضوء ما سبق فالتنوع في إدراج الأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية قد أثر إيجابا على الرسملة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي بالنسبة إلى السوق المالي فقد شهدت تطورا هائلا ومستمرًا خلال الفترة المدروسة، وفيما يلي سوف ندرس تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية خلال الفترة 2010-2017.

من خلال الجدول رقم (05) الذي يدرس تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا، نلاحظ الأثر الإيجابي لإدراج الأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالي بماليزيا، حيث ساهمت في نمو رسملة سوق الأوراق المالية وهذا ما أدى إلى نمو نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعتبر كمؤشر على كبر حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا، فبعد أن كانت النسبة تقدر ب 82 % برسملة سوقية تقدر ب 189.239 مليون دولار عام 2008، نمت لتصل إلى 144.9 % سنة 2017 برسملة سوقية تقدر ب 455.772 مليون دولار، لتبلغ ذروتها سنة 2010 بنسبة 160.3 % برسملة سوقية 408.689 مليون دولار، وكما رأينا سابقا أن نسبة رسملة السوق المالي تفوق 60 % من السوق المالي الماليزي، وهذا ما يعكس مدى قدرة الأدوات المالية الإسلامية على تحسين أداء سوق الأوراق المالية وتنشيطها وبالتالي تعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد، مما يبين المكانة العالية للأسواق المالية الإسلامية ضمن سوق الأوراق المالية ككل.

فيما يتعلق بنسبة التداول فهي تعتبر كمؤشر لسيولة السوق، حيث نجد أن مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية الماليزية قد تطور بشكل ملحوظ، فبعد أن كان 35.7 % سنة 2008 نما ليصل إلى 43.7 % سنة 2017، ليصل ذروته 45 % سنة 2010. وتعتبر سيولة السوق من الأولويات التي تجذب المستثمر المحلي والأجنبي.

مما سبق نستنتج أن الصكوك الإسلامية تشكل أداة تدعيم مناسبة لتنشيط سوق ماليزيا للأوراق المالية باعتبارها أداة مقبولة شرعا في توظيف السيولة وتحقيق العائد وتخفيض المخاطر، ومن خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية. فزيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب من تعميق السوق واتساعه.

III - صناعة الصكوك الإسلامية وإعادة تفعيل بورصة الجزائر :

1.III هيكل بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوق لسندات الدين:

1- تتكون سوق سندات رأس المال من:

✓ **السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا خمسة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- **مجمع صيدال:** مؤسسة عمومية الناشطة في القطاع الصيدلاني.
- **مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي:** الناشطة في قطاع السياحة.
- **أليانس للتأمينات:** الناشطة في قطاع التأمينات.
- **أن- سي -أ-روبية:** الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- **مؤسسة بيوفارم:** الناشطة في القطاع الصيدلاني.

✓ **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم انشاء هذه السوق في سنة 2012⁸. ويمكن

لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

بتاريخ 10 أكتوبر 2018 منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرتها للمذكرة الاعلامية الخاصة بعملية الادراج في البورصة - سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة- لشركة أوام أنفست (ش ذ أ). فأسهم شركة أوام أنفست (ش ذ أ) مقبولة للتداول في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر بعد اتمام الشكليات أمام كل من شركة تسيير بورصة الجزائر والمؤتمن المركزي. وللتذكير فأن شركة أوام أنفست (ش ذ أ) هي الشركة الأولى التي يتم ادراجها في قسم - سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة- لبورصة الجزائر، والتي نشأت من تحويل شركة ذ م م (S.T.A.S) (Hotel Thermal Aqua Sirene) حيث يقع مقرها الاجتماعي في بلدية بوحنفية ولاية معسكر.

النشاطات التي تدخل ضمن موضوعها الاجتماعي تتمحور أساسا حول:

- تطوير سياحة الحمامات المعدنية والترفيهية
- تطوير الوجهة السياحية بامتياز
- تحديث وتجديد المنتجعات الصحية لتعزيز صناعة السياحة في الجزائر.

2- تتكون سوق سندات الدين:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهياكل الحكومية والدولة.
- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحتوي حاليا 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

2.III دراسة أداء بورصة الجزائر:

كما سبق ذكره فإن سوق رأس المال ببورصة الجزائر يعني بتداول أسهم الشركات المدرجة من خلال السوق الرسمي وإصدارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. إن عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية له دلالة مهمة على التطور السريع للسوق، وهذا على عكس بورصة الجزائر التي لم تعرف سوى 5 شركات مقيدة في البورصة، ويعتبر هذا العدد ضئيل جدا مقارنة بالشركات المدرجة في البورصات العالمية والعربية. وللحكم على أداء بورصة الجزائر سننعمد على بعض المؤشرات التي تقيس درجة السيولة، حجم وعمق السوق المالي وكذا مقارنتها بالنتائج المحلي كما هو مبين في الجدول رقم 06.

بالنسبة لمؤشر الرسمة السوقية فنلاحظ أن المؤشر منخفض ومتذبذب بين الارتفاع والانخفاض في الفترة من 2010 إلى 2017، حيث أنه لم يتعدى 0.26% كأقصى قيمة له سنة 2016 يرجع هذا الارتفاع للإصدارات الجديدة التي قامت بها الخزينة العمومية سنة 2015 على مستوى سوق السندات والتي بلغت لوحدها 16978.87 مليون دج وتعتبر هذه النسب ضعيفة جدا.

أما بالنسبة لمؤشرات السيولة فالمتعمن في الجدول يلاحظ أن النسبة منخفضة جدا وتكاد تكون معدومة في بعض السنوات خلال الفترة المدروسة (2010-2017) فقد بلغ معدل التداول إلى الناتج المحلي سنة 2017 أعلى قيمة له ب 0.129% وهي قيمة معتبرة مقارنة

بالسنوات السابقة، أما بالنسبة لمعدل لتداول إلى الرسملة السوقية فقط بلغ أعلى قيمة له سنة 2015 ب 118٪. ليعود إلى الانخفاض إلى أدنى المستويات ب 1.6 % و 0.7 %، وما هي إلا نسب تدل على انعدام السيولة في بورصة القيم المنقولة وضعف حجم المعاملات المالية فيها. وفي الأخير إن ضعف مؤشر حجم السوق ومؤشر السيولة يدل على ضعف أداء السوق المالي الجزائري وعلى عدم قدرته على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، كما أنها ليست قطب لجذب المستثمرين المحليين والأجانب وذلك لانعدام السيولة فيها مما يثير مخاوف المستثمرين من حيث الدخول والخروج من السوق المالي، حرية الاستثمار وحرية تدفقات رأس المال.

III.3 التجربة الماليزية وتنشيط بورصة الجزائر:

من خلال استعراض تجربة ماليزيا في صناعة الصكوك الإسلامية أثبتت هذه التجربة أن:

✓ **الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتنشيط حركة الأسواق المالية وتفعيلها:** فقد ساهمت في توسيع حجم سوق الأوراق المالية الماليزية وتنشيطه و انتعاشه. إن تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال مكن سوق الأوراق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق، وهذا ما زاد من معدلات الرسملة للسوق وتوسع قاعدة المؤسسات المشتركة بها، بمعنى أنها تزيد من قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية، لأن حجم السوق مرتبط إيجابيا بالقدرة على تعبئة رأس المال والتنويع والمخاطرة. فيمكن للجزائر الاستفادة من ماليزيا في التصكيك الإسلامي لتطوير سوقها المالي وهذا من خلال الإضافات النوعية التي يقدمها وكذا انضباط التعاملات في مثل هذه الأدوات، هذه الخصائص ستعمل على توسيع حجم بورصة الجزائر وتزيد من رسملتها.

✓ **تعتبر ماليزيا رائدة في مجال إصدار الصكوك السيادية⁹:** وهذا ما يعكس مدى الاهتمام الذي تحظى به الصكوك كأداة رئيسية لتمويل بالنسبة للحكومات. فيمكن للجزائر الاستفادة منها خاصة إذا عملت على إدراج صكوك الإجارة السيادية للتداول على مستوى بورصة الجزائر— فإن هذا سيشجع المستثمرين الجزائريين على الاستثمار فيها.

✓ **المكانة المعتبرة لسوق المال الإسلامي ضمن السوق المالي الماليزي:** الملاحظ أيضا من خلال ما سبق مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 60 % من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا ما يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات ناعمة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا وجعلها سوقا ماليا إسلاميا دوليا لجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية. نظرا لهذه الأهمية الكبيرة يمكن للجزائر تأسيس نظام سوق مزدوج مثل ماليزيا يضم السوق التقليدي والسوق الإسلامي وهذا لتعزيز بورصة الجزائر من خلال جذب فئات متنوعة من المستثمرين سواء المحليين والأجانب.

✓ **الجانب التشريعي والتنظيمي:** دون أن ننسى أن ماليزيا قد أعدت لإصدار الصكوك الإسلامية الأرضية المناسبة بمعنى وفرت الإطار القانوني والتشريعي قبل الشروع في إعدادها وهذا من العوامل التي ساهمت في إنجاح الدور الذي أصدرت من أجله. فيمكن للجزائر الاستفادة من تجربتها التي تميزت بالجهودات التنظيمية والقانونية في إصدار قوانين ضريبية متعلقة بالصكوك وإنشاء هيئة أو لجنة مالية إسلامية تعمل على مستوى البورصة تكون مسؤولة عن الإصدارات من الصكوك الإسلامية وتداولها داخل البورصة.

III.4 استراتيجة تطوير فعالية بورصة الجزائر عن طريق الصكوك الإسلامية:

اعتمدت التجربة الماليزية في إدراج الصكوك الإسلامية لتنشيط سوقها المالي وتطويره على استراتيجيات وأهداف مسطرة من قبل و باعتبار ماليزيا نموذج محل الدراسة، سوف نستمد بعض الخطوات المقترحة لبناء استراتيجة تهدف لتطوير فعالية بورصة الجزائر عن طريق الصكوك الإسلامية في ظل العمل على تبني النموذجين مع التقليدي والإسلامي وذلك كما يلي:

- وضع خطة استراتيجة مقترحة من طرف لجنة بورصة القيم المنقولة بالتعاون مع وزارة المالية مبنية على تصور للوضع الاستراتيجي والآفاق المستقبلية لتطوير بورصة الجزائر لفترة 2019 – 2029 ويكون من أهدافها الجوهرية هو إدراج سوق مالي إسلامي ضمن السوق المالي الجزائري مع توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي الأخذ بعين الاعتبار كافة التحديات والعوائق التي من المحتمل أن تؤثر على السوق المالي الجزائري عامة وعلى سوق رأس المال الإسلامي خاصة.
- من المستحسن تشكيل هيئة شرعية متخصصة بالأوراق المالية الإسلامية تعمل في بورصة القيم المنقولة وفق أحكام الشريعة، لضبط التعامل وتداول الصكوك الإسلامية.

- وضع مؤشرا لحركة أسعار جميع الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة ويطلق عليه دزائر أندكس للشريعة الإسلامية.
- الدعم والتشجيع الحكومي لإدراج المالية الإسلامية في النظام المصرفي وفي السوق المالي الجزائري وهذا من خلال الحوافز والإعفاءات الضريبية الممنوحة.
- زيادة الثقة لدى المتعاملين بدخول الخزينة العمومية بقوة في مجال الصكوك الإسلامية بمختلف صيغها.
- إنشاء صناديق الاستثمار خاصة بالنسبة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- نظرا لغياب الوعي وثقافة الاستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع، فأكثر تحدي تواجهه الجزائر هو توعية وتنمية العنصر البشري في مجال الأسواق المالية ويكون عن طريق:
- ✓ إنشاء مكتبة للدراسات والبحوث مثل المكتبة المختصة التي أنشأتها هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تحتوي على الكتب والدوريات والمجلات والمقالات المتعلقة بسوق رأس المال، تكون موجهة للموظفين والمتعاملين في السوق أو الجمهور.
- ✓ المشاركة في الفعاليات والتظاهرات والندوات المحلية والدولية التي تهتم بتطوير الأسواق المالية، وتقديم سوق رأس المال الإسلامي والأدوات المالية الإسلامية، وهذا ما يتم فعلا حيث نجد بورصة الجزائر حاضرة في العديد من المنتديات للمشاركة فيها، بغرض نشر التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال لدى الجمهور لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحليلين المحليين أو الأجانب.
- ✓ تعيين الخبراء والمتخصصين في المعاملات المالية الإسلامية بإبداء الآراء الشرعية وإقامة المناقشات الدورية بالجهات المعنية في تطوير هذا السوق، واستفادة كافة الجهات ذات الصلة به.
- ✓ الاهتمام بالموارد البشرية عن طريق إنشاء مراكز البحث والتكوين والتدريب.
- ومن خلال الشكل رقم (06) الذي يوضح إستراتيجية تطوير سوق رأس المال الجزائري والدور الذي تلعبه هيئة الأوراق المالية في عملية إصدار الأوراق المالية الإسلامية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي مستوحى من النموذج الماليزي. وهذا من خلال تبني النموذجين معا التقليدي والإسلامي في البورصة. يتبين أن أهم نقطة لتطوير بورصة الجزائر عن طريق الصكوك الإسلامية ليس فقط من خلال تبني خطة إستراتيجية محكمة متضمنة كيفية وشروط إدراج هذه الأداة، وإنما السهر على تطبيق هذه الخطة ومراقبتها من خلال لجنة بورصة القيم المنقولة والمجلس الاستشاري الشرعي أو هيئة شرعية مختصة في الأوراق المالية الإسلامية يتم انشاءها. بناء على هذا يقدمان إرشادات تنظيمية مختلفة لتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية والإسلامية الهدف منها توضيح جميع المعلومات للمستثمرين، بالإضافة إلى تقديم المشورة والتوجيهات وضمان تشغيل سوق رأس المال الإسلامي وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

IV- الخلاصة :

- مما سبق وبعد استعراض أهمية إصدار الصكوك الإسلامية في العالم، قمنا بتحليل دور الصكوك الإسلامية وأهميتها في السوق المالي الماليزي وذلك بالاستعانة ببعض المؤشرات السوقية، مبرزين بذلك الأهمية البالغة للصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط وإعادة تفعيل السوق الماليزي بصفة خاصة والأسواق المالية بصفة عامة. من خلال هذه الدراسة خلصنا إلى النتائج التالية:
- إن التنوع في إدراج الأدوات المالية الإسلامية قد أثر إيجابيا على مؤشرات نمو وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا.
 - تعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتدعيم وتنشيط سوق ماليزيا للأوراق المالية باعتبارها أداة مقبولة شرعا في توظيف السيولة وتحقيق العائد وتخفيض المخاطر، ومن خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية.
 - يستمد السوق المالي الإسلامي في ماليزيا أهميته الاقتصادية في مساهمة هذا الأخير في دعم التنمية الاقتصادية وفي جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
 - إن أهم عوامل نجاح إصدار الصكوك الإسلامية هو أن ماليزيا قد وفرت الإطار القانوني والتشريعي قبل الشروع في إعدادها وإصدارها.
 - بالاعتماد على التجربة الماليزية كنموذج تستفيد منه الجزائر في إعادة تفعيل ورفع كفاءة بورصتها من خلال إدراج الصكوك الإسلامية واتباع نظام مالي مزدوج مثل النظام الماليزي، تجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من المقومات والشروط التي يجب على الجزائر أن تحترمها حتى تساعدها في النجاح تجربة إصدار الصكوك، فالأمر يحتاج إلى دراسة وتخطيط وإعداد مسبق حتى لا يتم

التركيز على الجوانب الشكلية والسطحية فقط، وكذلك تحسبا لي المعوقات والتحديات التي يمكن أن تحد من نجاح تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في الجزائر.

- ملاحق :

الجدول رقم 1: التوزيع الجغرافي لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (جانفي 2001- ديسمبر 2017)

النسبة	القيمة بالمليون دولار	عدد الإصدارات	افريقيا	النسبة	القيمة بالمليون دولار	عدد الإصدارات	دول آسيا والشرق الأقصى
%0.01	136	210	زامبيا	%0.004	37	4	بنغلادش
%0.05	460	2	ساحل العاج	%0.98	9.583	149	بروناي دار السلام
%0.06	594	4	نيجيريا	%0.01	97	1	الصين
%0.05	445	2	سينغال	%0.33	3.196	5	هونكونغ
%0.05	500	1	جنوب افريقيا	%6.41	62.816	244	اندونيسيا
%2.00	19.559	30	سودان	%0.01	144	1	إيران
%0.02	245	1	توغو	%0.02	190	3	اليابان
				%62.53	612.305	5711	ماليزيا
				%0.0003	3	1	المليديف
				%1.63	15.930	83	باكستان
				%0.15	1.498	16	سنغافورة
				%0.0003	3	1	سيرلانكا
%23.3	21.938	250	المجموع	%72.1	705.802	6219	المجموع
النسبة	القيمة بمليون دولار	عدد الإصدارات	أوروبا	النسبة	القيمة بمليون دولار	عدد الإصدارات	دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط
%0.0001	1	1	فرنسا	%2.83	27.720	392	البحرين
%0.0211	206	3	المانيا	%0.03	272	3	الأردن
%0.0286	280	3	لوكسمبورغ	%0.37	3.658	18	الكويت
%2.02	19.783	183	تركيا	%0.36	3.523	7	عمان
%0.14	1.368	9	المملكة المتحدة	%2.64	25.851	30	قطر
%0.14	1.367	5	الولايات المتحدة	%9.72	95.215	122	السعودية
			الأمريكية	%7.34	71.895	110	الإمارات العربية المتحدة
%0.01	77	1	كازخستان	% 0.03	253	2	اليمن
%2.36	23.082	205	المجموع	%23.3	228.387	684	المجموع
%100	979.209	7.358	المجموع الكلي				

المصدر: iifm sukuk report 2018 , p 57-58

الجدول رقم 2: تطور أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة ما بين 2007-2017.

الوحدة: بليون رنجيت ماليزي

البيان	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017

عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة	688	671	667	673	650	817	839	846	846	855	853
نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم	%76.19	%74.23	%73.9	%74.3	%71.4	%88.5	% 89	% 88	% 88	%87	%86
رسملة سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة	1133.83	1030.56	1086,18	1012,14	1029,62	942,15	806	756,09	637,90	426,4	705,05
رسملة السوق الإجمالي	1906.84	1667.37	1694,78	1651,17	1702,15	1465,68	1285	1275,28	999,45	663,8	1106,15
نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي السوق	%59.46	%61.81	%64.1	%61.3	%60.5	%64.3	%63	%59.29	%63.83	%64.2	%63.74

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى:

Securities commission malaysia, annual report (2008, 2010, 2012, 2014, 2016, 2017)

الجدول رقم 03: تطور الصكوك الإسلامية إلى إجمالي السندات في ماليزيا خلال الفترة (2005-2017)

الوحدة: مليار رينجت ماليزي

السنوات	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
إجمالي الصكوك الإسلامية	94.15	64	48.33	76.04	99.13	71.09	78.9	40.33	34	43.2	121.3	42.02	43.42
إجمالي السندات التقليدية	93.76	77	61.63	42.08	48.5	32.31	33.43	23.25	23.5	96.8	37.5	33.81	19.34
مجموع السندات الكلية	187.91	141	109.96	118.15	147.63	103.3	112.33	63.58	57.5	140	158.8	75.83	62.66
نسبة الصكوك إلى السندات لكلية %	50.10	45.39	43.95	64.35	67.15	68.81	70.23	63.43	59.13	30.85	76.4	55.41	69.13

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى:

Securities commission malaysia, annual report (2008, 2010, 2012, 2014, 2016, 2017)

الجدول رقم 4: تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة ما بين (2005 - 2017)

الوحدة: بليون رنجيت ماليزي

البيان	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
--------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

1893.47	1691.64	1694.11	1040,13	1072	938	810	803	639	425	708	548	440	رسملة سوق رأس المال الإسلامي
3198.96	2840.22	2819.75	1651	1702	1466	1285	1275	999	664	1106	848.7	695.03	رسملة سوق الأوراق المالية ككل
%59.19	%59.56	%60.08	%63	%63	%64	%63	%63	%64	%64	64%	%64.56	%63.28	نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي إلى السوق الكلي

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى:

Securities commission malaysia, annual report (2017-2016-2015)

عبد الناصر براني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً، مجلة الشريعة والاقتصاد، قسنطينة الجزائر، العدد 10، ديسمبر 2016، ص 354.

الجدول رقم 05: تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سنة 2008-2017

البيان	رسملة السوق (بالمليون دولار)	رسملة السوق بالنسبة لنتائج المحلي %	قيمة تداول الأسهم بالنسبة لنتائج المحلي %	قيمة التداول بالنسبة رسملة السوق (القيمة السوقية) بالمليون دولار
2008	189.239	82	35.7	43.5
2009	289.219	143	40	28
2010	408.689	160.3	45	28.1
2011	395.623	132.8	43.7	32.9
2012	466.587	148.4	39.3	26.5
2013	500.387	154.8	44	28.4
2014	459.004	135.8	42.2	31.1
2015	382.976	129.2	37.6	29.1
2016	359.788	121.3	33.1	27
2017	455.772	144.9	43.7	30.1

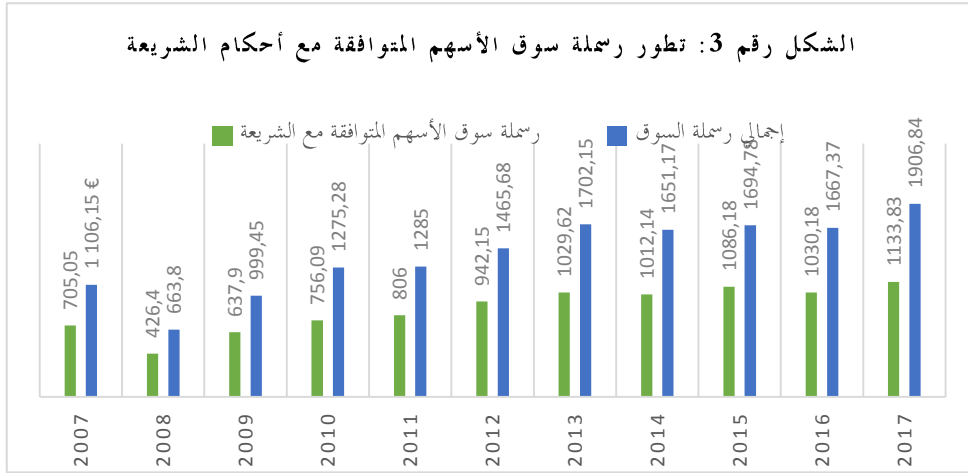
Source : world development indicators : stock markets, tables 5. ، متوفر على الموقع:

<https://datacatalog.worldbank.org/> تم إطلاع عليه يوم 2018/09/01

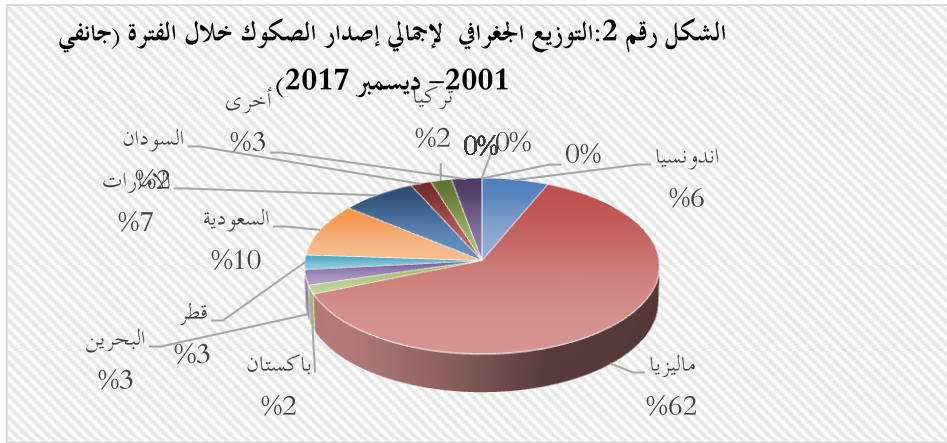
الجدول رقم 06: تطور مؤشرات بورصة القيم المنقولة خلال الفترة (2010-2017)

السنوات	الرسملة السوقية (مليار دج)	القيمة المتداولة (مليار دج)	النتائج المحلي الإجمالي (مليار دج)	نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي	نسبة التداول إلى القيمة السوقية	نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي
2010	7,9	4,98	11.991	%0.065	%63	%0.042
2011	14,96	3,83	14.481	%0.103	%27	%0.026
2012	13,02	1,175	16.208	%0.082	%9.03	%0.007
2013	13,81	0,101	16.570	%0.083	%0.77	%0.0006
2014	14,79	8,39	17.730	%0.085	%56	%0.048
2015	15,42	18,23	16.712	%0.092	%118	%0.109
2016	45,77	12,41	17.525	%0.261	%27	%0.07
2017	40,58	24,04	18.594	%0.218	%59	%0.129

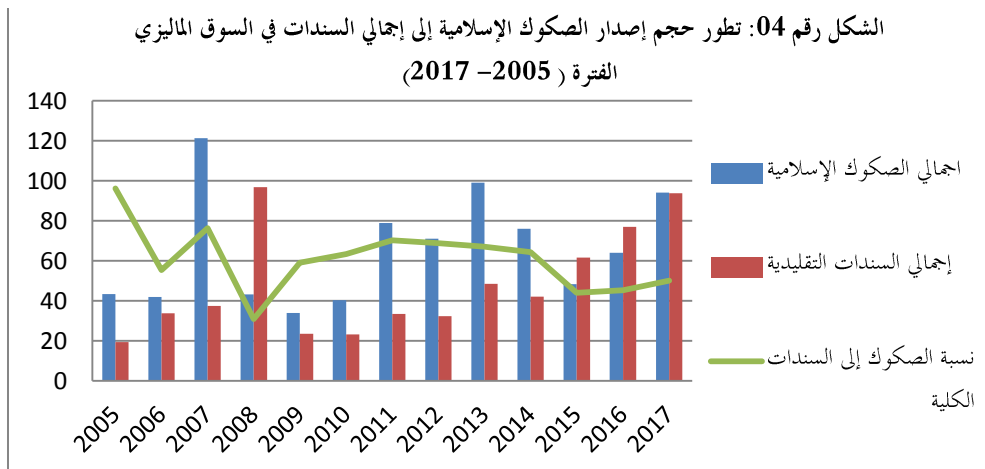
من إعداد الباحثين اعتمادا على: www.sgbv.dz تم الاطلاع عليه يوم 2018/10/21
تم الاطلاع عليه يوم 2018/10/25 www.ons.dz



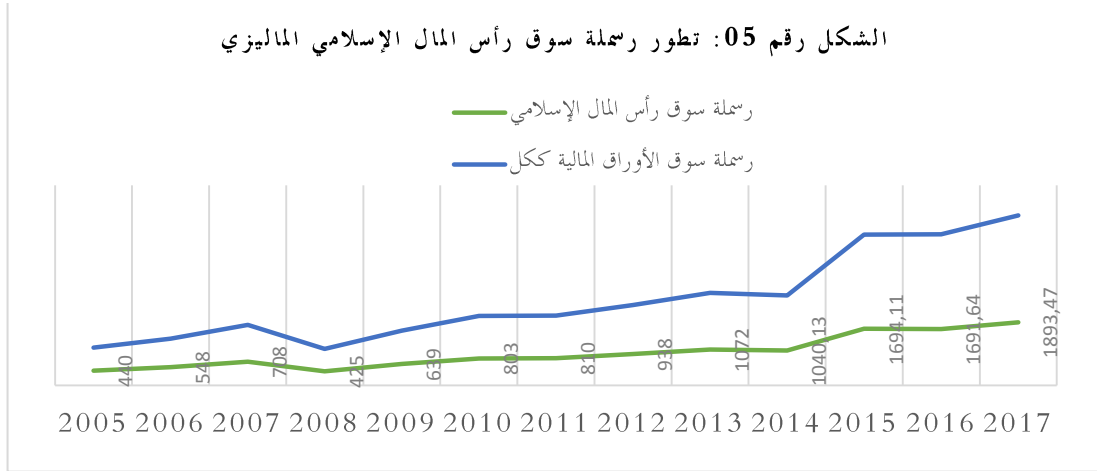
Source : iifm sukuk report 2018 , page 21. من إعداد الباحثين بناء على الجدول رقم 01



المصدر: من اعداد الباحثين بناء على الجدول رقم 02

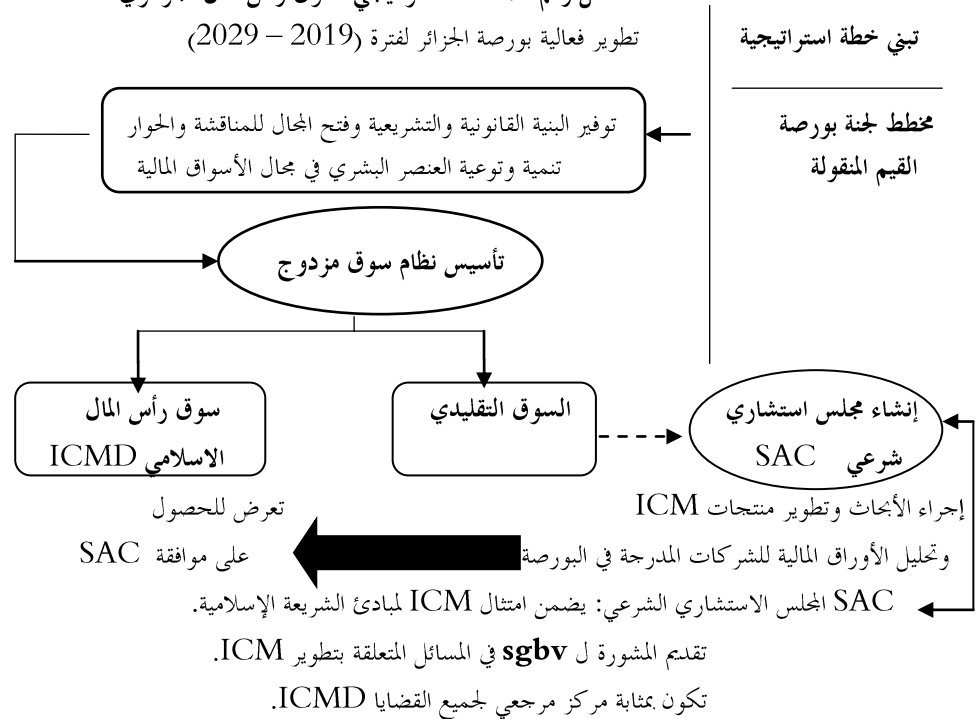


المصدر: من إعداد الباحثين بناء على الجدول رقم 03



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على الجدول رقم 4.

الشكل رقم 6: مخطط استراتيجي لسوق رأس المال الجزائري
تطوير فعالية بورصة الجزائر لفترة (2019 - 2029)



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على، نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية " معالم الواقع وآفاق المستقبل"، مذكرة ماجستير، جامعة حسينية بن بوعلي شلف، الجزائر، 2011-2012، ص 128.

- الإحالات والمراجع :

- ¹: نوال بن عمارة (2011)، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين، مجلة الباحث، عدد 09، الجزائر، ص 254. على الخط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/617> (تاريخ الزيارة 2018/06/10).
- ²: سامي يوسف كمال محمد (2010)، الصكوك المالية الإسلامية: الأزمة- المخرج، الطبعة الأولى، القاهرة: ملتزم للطبع والنشر، ص 75.

- ³: عبد الحكيم، محمد امبية، عبد اللطيف البشير التونسي (2017)، مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة التنموية في ليبيا، مجلة جامعة صبراتة العلمية، العدد الأول، ليبيا، ص 36.
- ⁴: نوال بن عمارة، مرجع سبق ذكره، ص 254.
- ⁵: هند مهداوي، فاطمة صباح، رفيقة صباغ (2011)، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، الجزائر: مركز الجامعي غرداية، ص 588.
- ⁶: بدروني هدى (2016/2017)، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية – دراسة تجارب دولية – أطروحة دكتوراه، الجزائر: جامعة حسيبة بن بوعلي – الشلف –، ص 177. بتصرف.
- ⁷: شمام عبد الوهاب، زودة عمار، (2016) الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الرابع، الجزائر: المركز الجامعي ميله، ص 361.
- ⁸: بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق ل 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

غنية بوربيعة، بشير كشرود (2020)، نحو إدراج الصكوك الإسلامية لإعادة تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر-قراءة في التجربة الماليزية-، مجلة المؤسسة، مجلة المؤسسة، المجلد 09 (العدد 01)، الجزائر : جامعة الجزائر3، ص.ص 409-423.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ رخصة المشاع الإبداعي نسب المُصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0).

مجلة المؤسسة مرخصة بموجب رخصة المشاع الإبداعي نسب المُصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0).



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Entrepreneurship Review is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.

