

تطور إصدار الصكوك وأهميتها في تدعيم سيولة واستقرار السوق المالية العربية
"دراسة مقارنة بين السندات، الأسهم و الصكوك"

أ.بوبريمة إحسان

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة سطيف 01 - الجزائر

ملخص :

للصكوك الإسلامية أهمية بالغة في توفير مصادر للتمويل و منافذ متعددة لاستثمار فائض أموال المسلمين خاصة وأنها متنوعة، أما الأسهم و السندات و إن تنوعت فهي لا توافق أحكام الشريعة الإسلامية و لا توافق رغبات المسلمين مما فتح المجال أكثر للصكوك و زادت ثقة المستثمرين فيها حتى في الدول الغير إسلامية باعتبار أن أصحابها و مصدرها و حتى المؤسسات الوسيطة بينهما يتشاركون في المخاطر و العائد مما يعزز الرقابة على الاستثمار و يزيد في ثقة المستثمرين و سيولة البورصة و يعزز من قدرة سوق الإصدار على تصريف الإصدارات الجديدة و ما يتبعه من نمو و تنمية، و يبين قدرة الصكوك على تطوير بورصة الأوراق المالية مقارنة بالأدوات الأخرى.

الكلمات المفتاحية : الصكوك الإسلامية، سوق الإصدار، مؤشرات البورصة، حجم التداول، القيمة السوقية، معدل الدوران، عدد الشركات المدرجة، السيولة، الإستقرار.

Abstract :

A mixture of *stocks* and *bonds* is not the only way to achieve portfolio diversification. So, the *Islamic bonds*, or *Sukuk*, are extremely important in providing financing sources and creating a several outlets to invest the diversified surplus funds of Muslims.

In spite of the diversity of Conventional securities, neither the *stocks* or the *bonds* agree with the provisions of Islamic Sharia -law- and the wishes of the Muslims, all this, lets the volume of *Sukuk* and investor confidence increased in the financial transactions, even in non-Islamic countries, because both of the *Sukuk*holders and the intermediary institutions share the risks and the yield; Thus enhancing investment control and increase the investor confidence and stock market liquidity, also enhances the market's ability to release new issues with growth and development. And this is what shows the power of *Sukuk* on the stock market development in comparison to other instruments.

Key words: Islamic bonds, Market value, Rotation rate, Liquidity, Stability.

مقدمة : تلجأ معظم الشركات إلى إصدار الأوراق المالية من أسهم و سندات لتوفير احتياجاتها التمويلية، و الملاحظ أن الأسهم في الدول العربية لها جاذبية أكبر من قبل الشركات لأنها لا تحتاج إلى دفع فوائد ربوية بصفة دورية مقابل ما تحصل عليه الشركة من أموال، إضافة إلى مشروعيتها في الشريعة الإسلامية جعل الكثير من المسلمين يميلون نحو الاستثمار فيها و انتشرت في السنوات الأخيرة بكثرة حتى في الدول الغير إسلامية و أصبح لها دور بارز في الحياة الاقتصادية و المعاملات المالية.

مشكلة الدراسة : تتمثل الإشكالية المدروسة في مدى تأثير حجم التداول نتيجة لتوجه المستثمرين نحو شراء الإصدارات من الصكوك، مع التركيز على الدور الذي يلعبه تداول الصكوك على استقرار الأسواق المالية العربية، و عليه هل تؤثر الصكوك مقارنة بالإصدارات الأخرى على سيولة البورصات العربية ؟ و ما مدى تأثيرها على استقرار السوق؟

فرضيات الدراسة : تدعيما للإشكالية السابقة وضعنا مجموعة من الفرضيات :

- زيادة توجه المستثمرين بشكل متسارع و متزايد نحو الاستثمار في الصكوك.
 - إن حجم الصكوك له علاقة قوية بزيادة حجم السيولة .
 - تساهم الصكوك في تنشيط و تطور البورصات العربية
 - استقرار الأسواق العربية يساهم في زيادة الصكوك المصدرة.
- أهمية الدراسة : تعتبر هذه الدراسة ذات أهمية بالنسبة لـ:

- ✓ الباحثين في الأسواق المالية الإسلامية و العربية.
- ✓ أصحاب القرار و الجهات التي تعمل على استقرار السوق و كفاءته
- ✓ واضعي السياسات المالية و النقدية للدولة كالحكومة و البنك المركزي.
- ✓ للأصحاب المحافظ المالية الذين لا يستثمرون في المنتجات المالية الإسلامية

أهداف الدراسة : تهدف الدراسة أساسا إلى

- التعرف على طبيعة المنتجات المالية الإسلامية.
- دور الصكوك في تنمية سوق الأوراق المالية
- كيف يمكن الاستفادة من مدخرات المسلمين الذين لا يستثمرون في المنتجات المحرمة شرعا.
- نشر الثقافة المالية الإسلامية لدى المستثمرين العرب و غير العرب.

مناهج و أدوات البحث: لإنجاز هذه الدراسة سوف نعتمد على المنهج الوصفي التحليلي للتعرف على مختلف التطورات التي شهدتها الصكوك الإسلامية في الدول العربية، ثم نقوم بتفسير و تحليل النتائج الخاصة بمساهمة الصكوك في دعم سيولة الأسواق العربية خلال الفترة المدروسة.

أما بالنسبة للأدوات فقد قفنا باستعمال الأدوات التحليلية و الرياضية كالجداول و السلاسل الزمنية و الأدوات الإحصائية كعامل التحديد، معامل الارتباط، و للحصول على جميع النتائج الرقمية و الرسوم البيانية استعملنا برنامج *E-views* لسرعة و سهولة الحساب.

أولاً: الخدمات و المنتجات المالية الإسلامية : يتداول في الأسواق المالية عدد لا بأس به من الخدمات و المنتجات المالية الإسلامية، حيث يحاول المصدرون تلبية احتياجات المستثمرين الذين يسعون للتنوع في اتجاه تلك المنتجات المتوائمة مع الشريعة الإسلامية تتمثل هذه الخدمات و المنتجات في حزمة من الأدوات نلخص أهمها فيما يلي:

1- الأسهم العادية: تسمح الشريعة الإسلامية لشركات المساهمة بإصدار أسهم عادية، ما عدى تلك الشركات التي تعمل في حقل أو نشاط غير مشروع مثل الكحول، القمار، التأمين التجاري، و الأنشطة غير الأخلاقية و الخدمات المالية الوضعية كالإقراض بفائدة و غيره من الأنشطة المحرمة شرعاً.¹

2- الصكوك *Sukuk* : أو السندات الإسلامية *Islamic bonds* و هي عملية تحويل الموجودات العينية أو المنافع على صكوك قابلة للتداول مع مراعاة بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولاً تدر دخلاً يمثل عائد الصك،² و من أنواعها نذكر.

1-2- صكوك المضاربة : أو سندات المقارضة : فحامل الصك هو رب المال و المدير أو المقاول هو المضارب. و في حالة الخسارة فإن رب المال يخسر وحده الأموال التي ضخت في المشروع و يخسر المدير المضارب الجهد المبذول في ذلك، و بالإضافة إلى هذا النوع توجد سندات المقارضة المخصصة و هي عبارة عن سندات لمشاريع خاصة و محدودة.³

أما حكم تداول سندات المقارضة: فإذا كان قبل بدأ العمل في المشروع فلا يجوز، لأن الأموال ما تزال نقوداً و لا يجوز تبادل النقد متفاضلة أو نسيئة، وإنما على أساس عقد الصرف (بيع نقد بنقد)

و أما إن كان تداول السندات بعد بدء عمل المشروع : فيجوز إن كانت نسبة الأعيان و المنافع التي هي موجودات المؤسسة هي الغالبة على النقود، بنسبة 51 % كما نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة رقم 30 (4/5).⁴

2-2- صكوك المشاركة : هذه الصكوك شبيهة إلى حد ما بالصكوك السابقة، إلا أنها تختلف عنها في كون أن حملة صكوك المشاركة يساهمون في إدارة الشركة و الرقابة عليها، على عكس صكوك المضاربة.

3-2- صكوك المرابحة : هي شهادات متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تمويل عمليات شراء المعدات و السلع المختلفة و لمدة معينة، و ذلك على أساس التكلفة مضافاً إليها نسبة محددة مسبقاً من الأرباح.⁵

2-4- صكوك الإستصناع : هي أوراق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لتجميع رؤوس الأموال بغرض تمويل المشاريع الصناعية و العقارية مثل المصانع المختلفة و محطات توليد الطاقة و الجسور و العمارات و البواخر و الطائرات و غيرها من المشاريع الكبرى⁶.

2-5- صكوك الإجارة : صكوك الإجارة تتعلق بالأعيان والأصول المؤجرة، وتحمل قيمة متساوية، ويصدرها مالك العين المؤجرة أو وكيله. ومقصود المعاملة هو بيع العين المؤجرة عن طريق الصكوك ليصبح حاملوها هم ملاك الأصل وكذلك المستفيدون من ريع تأجيرها، بقدر أنصبة الصكوك التي يحملها كل واحد في الأصل المؤجر. وعلى سبيل المثال يمكن أن تكون هنالك بناية مؤجرة، ويكون دخلها الشهري أو السنوي هو عائد حملة الصكوك الذين يعتبرون شركاء في ملكية البناية، وبالإضافة إلى عائد الإيجار فإن حامل الصك يمكنه بيع الصك.

2-10- صكوك السلم : هي شهادات متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض جمع رؤوس الأموال و تمويل سلعة أو مشروع محدد كان السبب في إطلاق الصكوك إذ يقضي عقد السلم بتسديد ثمن المشروع أو السلعة مسبقا حتى وإن تم ذلك على دفعات (من أموال الاكتتاب في الصكوك)، على أن يكون التسليم في فترة لاحقة متفق عليها و على الرغم من أن السلعة أو المشروع هو ملك للمكتتبين في الصكوك إلا أن هذه الأخيرة لا تتداول في الأسواق المالية⁷.

وهناك ما يسمى بالسلم المتوازي وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المتفق عليه في اتفاقية السلم الأول⁸.

2-11- الصكوك الهجينة : هي صكوك يتم إنشاؤها من الجمع بين صيغتين أو أكثر من صيغ التمويل الإسلامي مثل الإستصناع و الإجارة أو المرابحة و الإجارة و غيرهما.

5- صكوك صناديق الاستثمار: صندوق الاستثمار عبارة عن آلية لتجميع الأموال عن طريق الاكتتاب في صكوكه بغرض استثمارها في مجال استثماري محدد في نشرة الاكتتاب و نتعدد مجالات استخدامها، حيث يمكن أن تشمل كل فروع الاقتصاد بما فيها المبادلات المالية⁹.

ثانيا : تطور حجم الصكوك و السندات في الدول العربية

لتتبع تطور نشاط الإصدارات الأولية من الصكوك و السندات في الدول العربية بصفة عامة يمكن ملاحظتها من خلال سلسلة زمنية عبر السنوات و ذلك حسب العدد أو الحجم

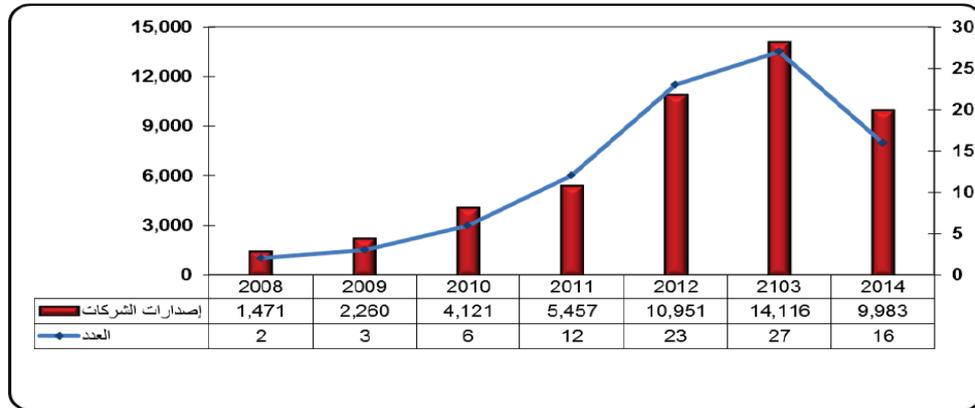
1- تطورات أسواق الصكوك الإسلامية : لقد وصلت هذه الإصدارات إلى مستوى قياسي قبل اندلاع الأزمة المالية لسنة 2007¹⁰ حيث قدرت بـ 18.85 مليار دولار، و تجدر الإشارة في هذا الصدد أن القيمة الإجمالية للإصدارات من الصكوك في المنطقة العربية بلغت حوالي 50.8 مليار دولار (199 إصدار) خلال الفترة 2005-2009، متجاوزة بذلك الإصدارات من جميع الأدوات المالية الأخرى¹¹. بعد تراجع الإقبال

تطور إصدار الصكوك و أهميتها في تدعيم سيولة و استقرار السوق المالية العربية

عليها خلال فترة الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى عامل آخر برز في الفترة الأخيرة يتعلق ببعض المشاكل القانونية التي قلت من جاذبية الصكوك مقارنة مع السندات¹². لكنها شهدت تحسنا ملحوظا خلال سنة 2011 حيث ارتفعت صكوك الشركات إلى 12 إصدار بقيمة إجمالية بلغت حوالي 5.457 مليار دولار أما إجمالي قيمة الصكوك المصدرة من قبل الحكومات و الشركات العربية مجتمعة خلال عام 2014 فقدر بـ 19.08 مليار دولار مقابل 21.62 مليار دولار عام 2013، ويعود السبب الرئيسي في هذا التراجع الكلي إلى تراجع إصدار الصكوك من قبل الشركات العربية حيث انخفض إصدار الصكوك من قبل الشركات العربية بمقدار 31.6 في المائة مقارنة بعام 2013¹³.

الشكل رقم (01) : تطور إصدار صكوك الشركات في الدول العربية من سنة 2008-2014.

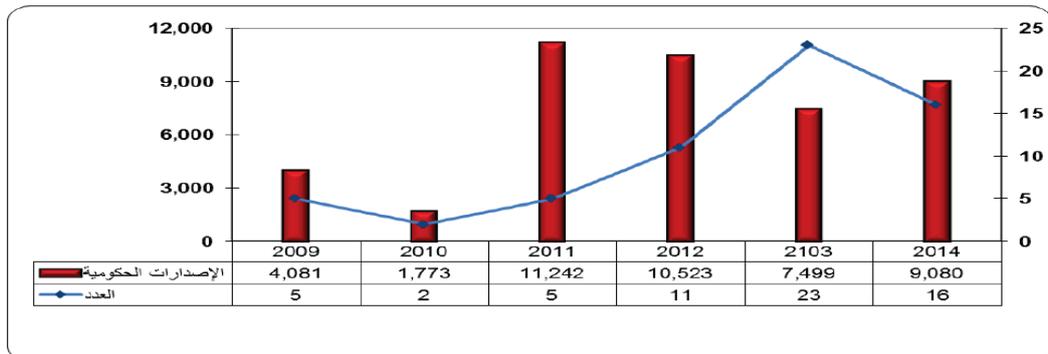
(مليون دولار)



المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 190.

الشكل (02) : تطور إصدار حجم إصدارات الصكوك السيادية في الدول العربية من سنة 2008-2014.

(مليون دولار)



المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 190.

وإذا كانت الصكوك في تزايد مستمر فيمكن القول أن السوق الذي تتوفر فيه إصدارات جديدة يتميز بالسيولة والانتعاش حيث ساهمت أسباب كثيرة في اتساع سوق الصكوك نذكر منها ما يلي¹⁴:

- ✓ القناعة المتولدة عند المدخرين بعدم التعارض مع أحكام الشريعة وأداء الصكوك وهيكلتها.
- ✓ ظهور أسواق الأوراق المالية و التداول الصكوك فيها وتوسع نطاقها.
- ✓ البدء في وضع التشريعات الكفيلة بتنظيمها.
- ✓ الحاجة المستمرة إلى التوسع في مشاريع البنية التحتية بدول الخليج مع توفير السيولة اللازمة لتمويل الصكوك.

- ✓ مواصلة الحكومات و الشركات العربية العمل على إصدار الصكوك لتمويل مشروعاتها.
- ✓ قدراتها على توفير التمويل المستقر طويل الأجل.
- ✓ قدرة الصكوك على الوفاء بتغطية العجز المالي.
- ✓ مخاطرها المدروسة و تنوع أدواتها.

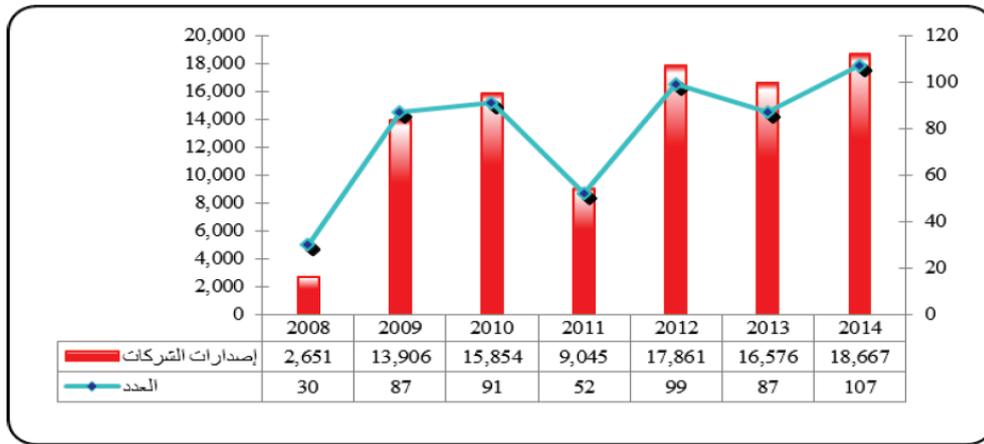
و ينحصر إصدار الصكوك في الدول العربية في دول مجلس التعاون الخليجي (الإمارات و السعودية و البحرين و الكويت و قطر) بالإضافة إلى السودان و قد تصدرت الإمارات المرتبة الأولى من حيث قيمة إصدار الصكوك خلال الفترة (2005-2009) بنحو 29.1 مليار دولار¹⁵ تلتها السعودية بقيمة إجمالية بلغت 12.5 مليار دولار، فالبحرين بنحو 6.3 مليار دولار فالكويت و قطر ثم السودان. و تجدر الإشارة إلى أن مجمل إصدارات الصكوك في الدول العربية شكلت نحو 18 في المائة من إجمالي الإصدارات حول العالم ، و قد استحوذت ماليزيا على 70 في المائة من إصدارات الصكوك العالمية في عام 2014¹⁶ و يذكر في هذا الصدد أن جميع الإصدارات من الصكوك المصدرة من قبل الشركات لسنة 2014 تعود إلى المملكة العربية السعودية و دولة الإمارات العربية المتحدة¹⁷. أما من حيث نوع أو هيكل الصكوك، فقد جاءت صكوك الإجارة و صكوك المضاربة و صكوك الاستثمار و صكوك المراجعة في المقدمة و بقيمة إجمالية بلغت نحو 3.2 و 2.0 و 1.5 و 1.3 مليار دولار على التوالي¹⁸.

وقد أصدرت صكوك في عدة دول إسلامية منها ماليزيا ودول مجلس التعاون وإيران وباكستان والسودان وفي دول غير إسلامية منها بريطانيا واليابان وألمانيا وولاية تكساس الأمريكية. وتقدر الاحتياجات التمويلية للمشروعات في دول مجلس التعاون بمبلغ 800 مليار دولار حتى العام 2017¹⁹. و هذا ما بين زيادة الحاجة للصكوك وأهميتها في توفير السيولة و تستقطب فئات جديدة كانت بعيدة عن السوق و تلك التي كانت مهاجرة خارج العالم الإسلامي، و هذا ما يوسع من حجم البورصة و يقلص من دور الوساطة التقليدية و يعزز من الرقابة على المشاريع الاقتصادية التي ترفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.²⁰

2-أسواق السندات الحكومية و سندات الشركات : بعد ما شهد انخفاضاً خلال 2007 و 2008 فهو يتحسن تدريجياً سنة 2009 إلى سنة 2012 ، حيث قدرت حجم الإصدار من سندات الشركات سنة 2007 بـ 12.36 مليار دولار و السندات الحكومية بـ 9.34 مليار دولار، و تبقى السندات في تحسن مستمر من سنة إلى أخرى حيث شهدت إصدارات السندات للشركات العربية زيادة خلال عام 2014 و التي بلغت 107 إصدار بقيمة إجمالية بلغت 18.7 مليار دولار مع 87 إصدار بقيمة إجمالية وصلت إلى 16.6 مليار دولار خلال عام 2013، و قد يبرز ذلك بالتوسع الذي أقدمت عليه هذه الشركات خلال العام في اللجوء إلى إصدار المزيد من أدوات الدين لتمويل أنشطتها²¹.

الشكل رقم (03) : تطور إصدار سندات الشركات العربية للفترة (2008-2014)

(مليار دولار)



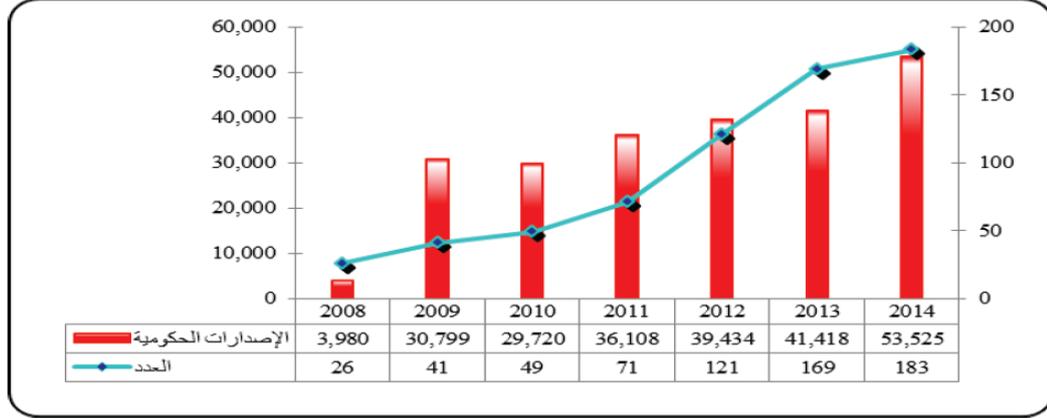
المصدر : تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 187.

و رغم هذا التحسن لا تزال السوق الثانوية في غالبية الدول العربية تسم بضعف أدائها و محدودية عدد المتعاملين فيها، فغالبا ما تقتصر على نفس المتعاملين في السوق الأولية (سوق الإصدار)، و التي تعتبر المصارف التجارية و الهيئات الحكومية أكبر المستثمرين فيها، و ذلك لأسباب تتعلق بالملاءة المالية اللازمة للتعامل في سوق السندات أو لعدم وجود نظم فعالة للدفع و التسويات و الحفظ المركزي كملك المتوفرة في سوق الأسهم. هذا بالإضافة إلى الطبيعة الربوية للسندات و التي تحجب عن السوق فئة لا يمكن تجاهلها من المتعاملين من المؤسسات غير المصرفية و الصناديق الاستثمارية ذات الطابع الإسلامي²².

و قد شهدت إصدارات سندات الشركات العربية تراجعا محدودا خلال عام 2013 و قد يبرز ذلك بالتوسع الذي أقدمت عليه هذه الشركات في اللجوء إلى إصدارات الصكوك لتمويل أنشطتها. فقد بلغ إجمالي عدد إصدار سندات الشركات العربية خلال عام 2013 ما مجموعه 87 إصدار منها 5 إصدارات من السندات القابلة للتحويل إلى أسهم بقيمة إجمالية بلغت 16.576 مليار دولار بالمقارنة مع 99 إصدار بقيمة إجمالية وصلت إلى

17.861 مليون دولار خلال عام 2012 و مع ذلك لا تزال القيمة الإجمالية للإصدارات من سندات الشركات العربية و السندات الحكومية تتجاوز القيمة الإجمالية من إصداراتها من الصكوك، و يعكس ذلك تزايد لجوء بعض الحكومات العربية إلى أسواق السندات لتمويل العجز في موازنتها العامة من جهة و ارتفاع مستوى العجز المالي لهذه الدول من جهة أخرى²³.

الشكل رقم (03) : تطور إصدار السندات السيادية في الدول العربية للفترة (2014-2008) (مليار دولار)

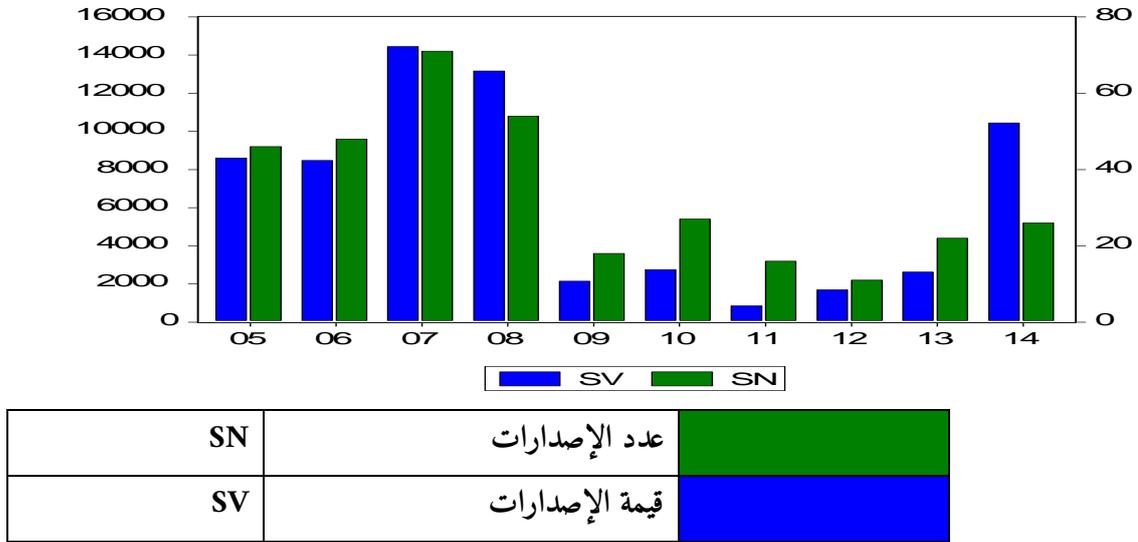


المصدر: تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 189.

كما تجدر الإشارة أنه و للعام السادس على التوالي منذ سنة 2009 تتجاوز إصدار السندات كمصدر تمويل للشركات العربية التمويل الذي تحصل عليه هذه الشركات عبر إصدار الأسهم. و يمثل ذلك تطورا يعكس النمو النسبي المتزايد لأسواق أدوات الدين في بعض الدول العربية و على وجه الخصوص لدى دول مجلس التعاون الخليجي العربي و تونس و المغرب²⁴.

3- أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم: شهدت الأسهم تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2009 كما كان عليه نشاط الإصدارات في السنوات السابقة و يعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية و تراجع الثقة بالأسواق و تظهر البيانات أن عدد الإصدارات الأولية قد انخفض من 71 إصداراً جديداً عام 2007 إلى 54 إصداراً عام 2008 ثم إلى 18 إصداراً فقط خلال عام 2009 و هو العدد الأقل من الإصدارات منذ بداية عقد التسعينات²⁵. كما شهد نشاط الأسهم في الدول العربية تراجعاً بعد الأزمة حيث يمثل حجم الإصدارات لعام 2011 الأدنى لمجموع الأسواق العربية خلال قرابة عقد من الزمن²⁶ أما في سنة 2014 فقد قفزت قيمة تعاملات الأجانب بأكثر من 70 في المائة، كما سجل صافي هذه التعاملات تدفقاً موجباً يزيد عن ذلك المسجل عن عام 2013، كذلك شهد نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم تحسناً كبيراً من حيث القيمة حيث ارتفعت قيمة هذه الإصدارات بأكثر من الضعفين²⁷ كما يوضح ذلك الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (03): تطور إصدار الأسهم في الدول العربية من سنة 2005-2014 (مليون دولار)



المصدر: تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2014، 2013، 2010، صندوق النقد العربي.

لقد شهدت الإصدارات الأولية العربية من الأسهم تحسنا خلال عام 2014 بالمقارن مع عام 2013 ليصل عدد الإصدارات الجديدة خلال عام 2014 إلى ما مجموعه 26 إصدار بقيمة إجمالية وصلت إلى حوالي 10.44 مليار دولار مقارنة مع 24 إصدار خلال عام 2013 بقيمة إجمالية وصلت إلى حوالي 3596 مليون دولار، على الرغم من هذا التحسن في العدد والقيمة، ألا أن نشاط الإصدارات الأولية عبر الاكتتابات العامة لم يصل بعد إلى المستويات القياسية التي تم تسجيلها قبل الأزمة المالية العالمية²⁸. حين وصلت قيمتها إلى حوالي 14.4 و 13.2 مليار دولار عن عامي 2007 و 2008 على التوالي²⁹.

ثالثا: تفسير العلاقة بين الإصدارات الأولية ومؤشرات السيولة والاستقرار:

لقد تنوعت الإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية بين أسهم و سندات و صكوك كما وضحنا ذلك سابقا لذا سنقوم بدراسة تأثير كل منها على كل مؤشر من مؤشرات الأسواق المالية العربية ثم القيام بعملية المقارنة و استخلاص النتائج.

1- العلاقة بين نشاط إصدار الأسهم و مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية:

قبل تناول هذه العلاقة بالدراسة و التحليل نتطرق إلى أهم المؤشرات التي تدل على تطور و نمو الأسواق المالية العربية و التي لها علاقة مباشرة بمؤشرات السيولة و الاستقرار و ذلك بعد عرض الإحصائيات و البيانات الخاصة بنشاط الأسهم و الصكوك و السندات في الدول العربية :

الجدول رقم (01): تطور نشاط الإصدارات الأولية في الدول العربية

الفترة	عدد الإصدارات من الأسهم	قيمة الإصدارات من الأسهم (مليون دولار)		السندات الحكومية (مليار دولار)	السندات الشركات (مليار دولار)	الصكوك (مليار دولار)	
		دولار	مليون			الشركات	الحكومية
2007	71	14439.7	9.34	12.36	3.72	15.13	
2008	54	13165.1	3.980	2.651	3.49	1.471	
2009	18	2147.3	30.799	13.906	4.081	2.260	
2010	27	2750.5	29.720	15.854	1.773	4.121	
2011	16	853.0	36.108	9.045	11.242	5.457	
2012	12	1693.0	39.434	17.861	10.523	10.951	
2013	24	3596	41.418	16.576	7.499	14.116	
2014	26	10440	53.525	18.667	9.080	9.983	

المصدر: التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.

هذا النشاط من الإصدارات سيتم ربطها عن طريق برنامج E-views بمختلف مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية والتي تمثلت في :

- Index AMF : مؤشر صندوق النقد العربي و الذي يحسب تغير كل مؤشرات البورصات العربية.
- MC : القيمة السوقية
- NC : عدد الشركات المدرجة
- TV : حجم التداول
- R : عائد السوق و المحسوب على أساس تغير مؤشر صندوق النقد العربي
- NST : عدد الأسهم المتداولة
- % STR : معدل الدوران و يحسب بقسمة حجم التداول على القيمة السوقية.

الجدول رقم (02): المجموع الكلي لأداء الأسواق المالية العربية

الفترة	Composite index AMF	MC (مليون دولار)	NC	TV (مليون دولار)	R	NST (مليون سهم)	% STR
2004	215.67	622400	1597	568300		57000	91.3
2005	413.31	1289637.58	1665	1434800	91.64	111000	111.25
2006	237.7	888138	1623	1684862	42.5-	168582	189.7
2007	328.7	1338550	1550	1108070	38.3	323019	82.78
2008	166.2	769589	1542	997874	49.4-	304582	129.66
2009	196.3	903427	1495	653458	15.33	364338	72.33
2010	240.04	986832	1426	378985	22.3	202595	38.40
2011	213.36	876982	1460	421041	11.1-	260031	48.01
2012	219.63	918612	1469	612132	2.93	902891	66.63
2013	298.37	1132166	1466	533511	31.78	406526	47.22
2014	325.62	1205860	1494	849425	9.133	412672	70.44

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، (مؤشر الصندوق خاص بالربع الأخير من كل سنة أما العائد فمحسوب على أساس التغير بين الربع الرابع من السنة ن و الربع الرابع من السنة ن-1)

تطور إصدار الصكوك و أهميتها في تدعيم سيولة و استقرار السوق المالية العربية

ما يتم تسجيله من الجدول السابق هو تراجع حجم التداول خاصة بعد الأزمة المالية، و تستمر ظاهرة شح السيولة الملازمة للأسواق العربية حتى سنة 2011 ، و في سنة 2012 شهدت مستويات السيولة في الأسواق المالية العربية تحسنا ملموسا و خصوصا في سوقي السعودية و دبي، و يمكن تفسير تحسن مستويات السيولة في السوق المالية السعودية إلى الاكتتابات الأولية خلال هذا العام و التي بلغ عددها سبع اكتتابات و بلغ عدد الأسهم المكتتب بها أكثر من 257 مليون سهم، أيضا تم إدراج ثماني شركات للتداول خلال عام 2012. كما لعب زيادة حجم معاملات الأجانب في السوقين المذكورين أعلاه دورا في تحسن السيولة فيهما³⁰.

أما معدل دوران الأسهم فقد شهد ارتفاعا كبيرا خلال عام 2012 لمجموع البورصات العربية بالمقارنة مع العام السابق ليصل هذا المعدل إلى 66.63 % و ذلك مقابل 48 % مقارنة بالعام السابق و قد ساهم هذا الارتفاع بتحسن كبير في هذا المعدل في السوق المالية السعودية، حيث قفز معدل دوران الأسهم إلى نحو 138 في المائة خلال عام 2012 مقابل نحو 87 % في العام السابق. و باستبعاد السوق المالية السعودية فإن معدل دوران بقية الأسواق مجتمعة عن عام 2012 قد بلغ نحو 19.3 في المائة، و هو أعلى من المعدل المسجل عن العام الماضي و البالغ 15.6 في المائة³¹. و كما سبقت الإشارة كانت السوق المالية السعودية الأنشط عربيا بمعدل دوران للأسهم بلغ 137.8 % تلاها البورصة المصرية بنحو 49.4 % ثم سوقي دبي و الكويت بنحو 26.7 و 32.5 في المائة على التوالي، فيما كانت سوقي البحرين و بيروت الأقل نشاط هذا العام بمعدل دوران 1.9 و 3.7 في المائة على التوالي³².

و في سنة 2014 جاء أداء الأسواق المالية العربية إيجابيا بشكل عام و ذلك بالمقارنة مع عام 2013 فقد ارتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية بأكثر من 65 مليار دولار كما سجلت أحجام التداول تحسنا كبيرا تجاوزت نسبته 65 في المائة³³.

← بعد توضيح مختلف الإحصائيات و تحليلها سنقوم بدراسة العلاقة الموجودة بين نشاط الإصدارات من

الأسهم و مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية كما تظهر النتائج التالية من برنامج *E-views*

المؤشر	% R	% R ²
AMF index	3.77-	11.05
MC	1.93	15.94
NC	28.03	38.31
TV	35.70	44.88
NST	4.26-	10.62
STR	21.16	32.42
R	13.95-	2.32

ما يمكن تسجيله من الحسابات السابقة أن الإصدارات الأولية الخاصة بالأسهم ليس لها علاقة باستقرار المؤشر أو عائد السوق و مرتبطة بعلاقة ضعيفة فيما يخص عدد الشركات و حجم التداول و سيولة السوق، ومنه نقول أن إصدار الأسهم في الدول العربية لا يساهم في كبر حجم السوق و سيولته ولا يؤثر على عائد السوق. وهذا ما يعكس النتائج السلبية للأزمة المالية العالمية الأخيرة حيث نلاحظ تناقص الإصدارات الأولية سواء من حيث العدد و الحجم كما يبينه الجدول رقم 01 مما أثر على ثقة المستثمرين و قلة السيولة و تقهقر السوق. و تعتبر هذه المرحلة أو الفترة مرحلة بالنسبة للسوق المالية العربية كمرحلة انتقالية، لذا لا يمكن تعميم النتائج و التحليلات على باقي السنوات خاصة بعد سنة 2013 أين شهدت البورصات العربية تحسن و تعافي من آثار الأزمة، لكن ما يمكن تسجيله أن الأسهم لم تتجاوز الأزمة المالية بنجاح لذا فنشاط الأسهم معرض للهزات كلها تكررت الأزمات.

2-علاقة نشاط السندات بمؤشرات السيولة و الاستقرار.

أما السندات و علاقتها بمؤشرات تطور نمو سوق الأوراق المالية فيتم دراستها من خلال النتائج الموالية:

المؤشر	Amf index	MC	NC	TV	NST	STR	R
السندات	% R	-6.46	82.42	91.48	24.02	58.25	24.92
الحكومية	% R ²	6.74	85.93	93.19	0.78	66.06	00
سندات	% R	-11.30	-19.79	-18.64	-16.61	-19.67	-10.52
الشركات	% R ²	7.24	0.17	1.12	2.90	00	7.89

إن النتائج المتوصل إليها تبين ضعف العلاقة بين حجم الإصدارات من السندات و استقرار المؤشر أو عائد السوق، لكن مالا يجب أن يفوتنا هو أن السندات الحكومية أثرت بشكل كبير على عدد الشركات المدرجة و زيادة حجم التداول، كما أنها ترتبط بعلاقة قوية بمعدل الدوران مما يجعلنا نقول أنها تساهم في توسيع السوق و زيادة سيولته فالسندات الحكومية أوراق مالية يزداد الطلب عليها حتى في فترات الأزمة كما هو مشاهد في نشاط الأسواق المالية العربية لأنها تتميز بارتفاع العائد و قلة المخاطر كما أنها مضمونة من قبل الدولة. و كنتيجة أخيرة أقول أن الإصدارات الأولية قد يكون لها دور في توسيع السوق كزيادة القيمة السوقية و عدد الأوراق المالية المتداولة و الشركات المسجلة ، و كذلك زيادة درجة السيولة ، لكن ما توصلنا إليه أن الإصدارات لا تمس بشكل كبير استقرار العائد و مؤشر السوق و خاصة إصدارات الأسهم و سندات الشركات.

تطور إصدار الصكوك و أهميتها في تدعيم سيولة و استقرار السوق المالية العربية

3- تطور الصكوك و تأثيرها على درجة السيولة و الاستقرار:

دراسة الصكوك سوف يتم حصره فقط في سوق الإمارات و السعودية و البحرين و الكويت و قطر بالإضافة إلى السودان لأن إصدار الصكوك لا يشمل كل الأسواق المالية العربية، و قبل استعراض النتائج سنبين مختلف المؤشرات التي تبين سيولة و استقرار السوق في الأسواق السابقة الذكر.

الجدول رقم (03) : نسبة التغير المؤوي للمؤشرات المحلية لأسعار الأسهم

السوق	2006	2007	2008	2009	1010	2011	2012	2013	2014
سوق أبوظبي للأوراق المالية	-42.3	51.7	-39.6	-12.2	1.4	-5.2	1.0	11.6	11.3-
سوق البحرين للأوراق المالية	1.0	24.2	-26.7	-6.2	-0.9	-1.9	2.0-	4.6	3.4-
سوق الأسهم السعودي	-52.5	40.9	-35.6	-3.2	3.6	5.0	4.8-	7.2	23.2-
سوق الكويت للأوراق المالية	-12.0	25.0	-39.4	-10.4	-0.4	-0.3	0.8-	2.8-	14.2-
سوق دبي المالي	-44.4	43.7	-60.4	-17.7	-3.2	-5.5	2.8	22.0	25.2-
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-6.7	-0.4	-0.1	-10.9	0.1	0.0	12.1	6.5	2.2
سوق الدوحة للأوراق المالية	-35.5	34.3	-26.1	-6.1	12.8	4.6	1.8-	8.0	10.5-

المصدر : مجموعة من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org.ae

الجدول رقم (04) : معدل دوران الأسهم في الدول العربية المصدرة للصكوك

(بالنسبة المئوية %)

السوق	2006	2007	2008	2009	1010	2011	2012	2013	2014
سوق أبوظبي للأوراق المالية	23.8	39.4	91.7	25.2	11.4	9.77	7.77	21.08	31.38
سوق البحرين للأوراق المالية	6.6	4	10.5	2.6	1.6	1.07	1.88	3.24	3.18
سوق الأسهم السعودي	429.2	131.4	212.3	119	60.2	86.46	113.82	78.14	96.97
سوق الكويت للأوراق المالية	56.3	100	106.9	126.5	42.1	28.38	27.72	22.34	18.89
سوق دبي المالي	109	74.8	131.7	78	28.5	17.81	26.80	61.58	106.68
سوق الخرطوم للأوراق المالية	21	3.9	13.6	29.4	37.2	35.12	38.19	37.53	60.56
سوق الدوحة للأوراق المالية	33.8	31.3	62.9	30.8	17.4	18.26	15.36	13.47	27.075

المصدر : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية لصندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org.ae

الجدول رقم (05) : أهمية القيمة السوقية في الاقتصاد

السوق	2006	2007	2008	2009	1010	2011	2012	2013	2014
سوق أبوظبي للأوراق المالية	48.9	63.1	21.88	30.87	27.15	20.46	20.23	27.25	30.04
سوق البحرين للأوراق المالية	134.1	146.1	90	82.9	91.4	56.89	50.46	56.32	66.32
سوق الأسهم السعودي	94.2	137.6	51.7	84.6	77.5	50.61	52.50	62.44	78.40
سوق الكويت للأوراق المالية	109.8	126.8	47.5	88.5	95	53.72	43.31	61.62	69.52
سوق دبي المالي	52.6	53.6	20	22.4	19.26	14.06	12.9	17.56	23.19
سوق الخرطوم للأوراق المالية	10.5	8.6	6.2	4.76	3.4	3.85	3.21	3.62	2.21
سوق الدوحة للأوراق المالية	115.5	120	66.5	90	97.1	73.24	65.64	75.37	95.42

المصدر : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية لصندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org.ae

ما يلاحظ من الإحصائيات السابقة أن نشاط بورصات دول مجلس التعاون الخليجي يتراجع تدريجيا خاصة بعد بروز الأزمة المالية العالمية و لم يشهد تحسا إلا في سنة 2013، حيث نشاهد التغير السلبي لمؤشرات أسعار الأسهم وتراجع معدل الدوران و أهمية القيمة السوقية مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي، مما يجعلنا نقول أن السوق المالية العربية المصدرة للصكوك أو دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بتناقص السيولة و استقرار متوتر، لذا سنقوم بدراسة علاقة هذه المؤشرات بنشاط الإصدارات من الصكوك في الدول سابقة الذكر.

3-1- دراسة تحليلية مقارنة لنشاط الصكوك ، الأسهم و السندات:

إن النتائج الخاصة بالأسهم و السندات كانت تدل على ضعف العلاقة بين نشاط الأسهم و السندات بتطور سيولة و استقرار السوق خاصة خلال فترة الأزمة ما عدا نشاط سندات الخزينة باعتبارها تتزايد من سنة إلى أخرى و حتى خلال فترة الأزمة و بمعدلات متزايدة، فزيادة الإصدارات يساهم في زيادة سيولة السوق و استقراره باعتبار هته الأخير تسيطر على ثقة الأفراد و عائدها مضمون حتى في فترة الأزمة، و من جهة أخرى نجد أن نشاط الصكوك في تطور مستمر خاصة بعد سنة 2010 و سيكون له تأثير أكبر مستقبلا بسبب تزايد الإقبال على الصكوك الإسلامية بعد الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي، و أن الصكوك قادرة على تجاوز الأزمة لأن مخاطرها مدروسة و يتحملها كل من المدخر و المستثمر و أن نشاطها شهد نوع من التعافي قبل تعافي كل من سوق الأسهم و السندات. و مما ساعد على ذلك التوطين المتكامل لفروعها الأساسية من بنوك إسلامية ، صناديق استثمار و صكوك إسلامية³⁴.

و تبقى الصكوك سريعة الانتشار حتى على المستوى العالمي حيث زادت بمقدار أربعة أضعاف من 11.20 مليار دولار سنة 2005 إلى 44.7 مليار دولار سنة 2007 لكنها انخفضت أثناء الأزمة و استعادت نموها و ازدهارها حتى بلغت رقما قياسيا سنة 2012 و قدرت بـ 131.2 مليار دولار و هو ما يمثل زيادة سنوية بلغت

تطور إصدار الصكوك و أهميتها في تدعيم سيولة و استقرار السوق المالية العربية

نسبتها 45.2 % مقارنة بالسنوات السابقة و يمثل ثلاثة أضعاف حجم الصكوك قبل الأزمة المالية العالمية³⁵ و هذا محفز للدول العربية و الإسلامية على زيادة إصدار الصكوك و التعامل بها. و تحتل ماليزيا مركز الصدارة منذ سنة 2001 في الصناعة المالية الإسلامية حيث قدر متوسط معدل النمو السنوي بين 20 و 30% خلال العشرية السابقة و مع حلول سنة 2020 يتنبأ بزيادة حجم السوق إلى 4 ترليون دولار حيث تسيطر ماليزيا على حوالي 62% من هذه القيمة³⁶.

الجدول رقم (11) : تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميا من سنة 2001 إلى 2014
الوحدة : مليار دولار

السنوات	حجم الصكوك المصدرة	السنوات	حجم الصكوك المصدرة
2001	01.172	2008	24.264
2002	01.371	2009	37.904
2003	7.057	2010	52.978
2004	9.465	2011	92.403
2005	13.698	2012	137.499
2006	33.837	2013	138.170
2007	50.041	جويلية 2014	68.197

Source : International Islamic Financial, Sukuk Report, Comprehensive study of the global Sukuk Market, 4th edition, November 2014, p 04.

يعتمد إصدار الصكوك على دراسات الجدوى المعتمدة والتي توضح التكاليف والعوائد المتوقعة وفترة سداد تكاليف الأصل، وتقييمها وتصنيفها من جهات التقييم والتصنيف المعنية بالإضافة إلى غيرها من المتطلبات التي يشكل توافرها شروط التصديق على إصدارها من الجهات المختصة وتقوم بتنظيم إدارة الإصدار بنوك وبيوت التمويل والخبرة ومن البنوك المتصدرة لهذا النشاط بنك دبي الإسلامي. والصكوك صيغة تمويلية تتجه نحو ما افتقدته البنوك التقليدية من الشراكة الحقيقية بين عوامل الإنتاج في تمويل التنمية بصيغ المضاربة والمشاركة والتحول عن التمويل بالمرابحة والتي اعتمدت عليه أكثر من البنوك التقليدية. وتسهم الصكوك بصورة فعالة في تمويل مشاريع البنية التحتية من الكهرباء والماء والطرق والسكك الحديدية، وعليه فهي في حاجة ماسة إلى دراسات الجدوى والتقييم والتصنيف وصياغة العقود بما يحقق مصلحة الطرفين الممول والمتمول مع اعتبار أن تحقيق نتائج استثمار مربحة لحاملي الصكوك يعطي المصدقية لإصدار غيرها ويبنى الثقة في الجهات المصدقة لها ومن ثم في تحقيق الأمن الاقتصادي والاجتماعي وشدح رؤوس

الأموال الصغيرة نحو الارتقاء والتعاون لبناء الاقتصاديات النامية بقوة تنعكس صورتها على بورصة الأوراق المالية و على الاستقرار المالي والاقتصادي.

خاتمة:

يرجع استقرار السوق أو مؤشر الأسعار إلى الأوراق المالية ذات الثقة و الرغبة الملحة للاستثمار فيها مثل الصكوك التي أصبحت ذات انتشار واسع، و ما يزيد في ثقة الصكوك هو ما يقابلها من رشد استثماري من قبل كبار المستثمرين و المضاربين، كما أن توفر البورصات على متخصصين و صناع سوق له تأثير بارز و قوي على سيولة البورصة و استقرارها و في نفس الوقت يدفع إلى زيادة حجم الإصدارات من الصكوك و المنتجات المالية الإسلامية.

الاستنتاجات :

- إقبال المستثمرين على الاستثمار في الصكوك بشكل متزايد حتى في الدول الغير إسلامية
- الصكوك أداة تستعمل لزيادة و رفع كفاءة البورصة.
- الصكوك الإسلامية مصدر لتمويل و تغطية العجز المالي، كما أنها تعمل على استقطاب أموال المسلمين و عدم هروبها إلى الخارج و تزول بذلك مشكلة البحث على رؤوس الأموال.
- لقد نجحت الصكوك في تجاوز الأزمة المالية العالمية.
- تساهم الصكوك في رفع سيولة السوق و اتساعه.
- ميول المستثمرين نحو الصكوك على حساب التنازل عن الاستثمار في الأدوات التقليدية.
- الثقة المفرطة و المتزايدة التي تتمتع بها السندات الإسلامية.

الاقتراحات :

- العمل على قيد الصكوك في الأسواق الرسمية من أجل تشجيع التداول عليها و زيادة سيولتها.
- وضع مؤشرات خاصة بالصكوك لمعرفة اتجاه تغيرها من أجل اتخاذ قرار الاستثمار الصائب.
- توفير سوق خاص لقيد و إصدار و تداول الصكوك.
- ضبط القوانين و التشريعات التي تحمي المستثمرين في الصكوك سواء على مستوى البنوك أو على مستوى البورصة.
- نشر الثقافة الدينية في مجال البيوع و الاستثمار و معرفة مختلف الأحكام، و ذلك لتصحيح الأفكار التي تنتقد و تخالف الاستثمار الإسلامي دون إطلاع مسبق أو تحليل للمعلومات.

الهوامش

¹ - جبار محفوظ: أسواق رؤوس الأموال - الهياكل ، الأدوات و الإستراتيجيات، مخبر تقويم رؤوس الأموال الجزائرية و آفاق تطويرها في ظل العولمة، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع - عين مليلة / الجزائر، الطبعة الأولى، 2011، ص 649.

- 2 - سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، دار شعار للنشر و العلوم، حلب/سوريا، 2010، ص257.
- 3 - محمد الطاهر الهاشمي، المصارف التقليدية و الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية، الطبعة الأولى، منشورات جامعة 7 أكتوبر دار الكتب الوطنية، بنغازي - ليبيا، 2010، ص 209.
- 4 - وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، بحوث و فتاوى و حلول، دار الفكر المعاصر، بيروت - لبنان، الطبعة الرابعة، 1428 هـ، 2008 م، ص 226.
- 5 - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 650، 651.
- 6 - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 651.
- 7 - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 652.
- 8 - عبد الفتاح محمد فرح، مرجع سبق ذكره، ص 3.
- 9 - شرياق رفيق، معطي الله خير الدين، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية" الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة يومي 03 04 من ديسمبر 2012، ص 240.
- 10 - حسب سوق دبي المالي فقد تطور سوق الصكوك في عام 2001 حتى بلغ حوالي 31 مليار دولار بنهاية عام 2006. و في غضون عام 2007 كان نصيب الإمارات و ماليزيا يزيد عن 25 مليار دولار و يشكل أكثر من 75% من إجمالي الصكوك المصدرة حول العالم، و ترى وكالة موديز العالمية للتقييم الائتماني أن حجم النمو في إصدارات الصكوك قد تتراوح بين 30 إلى 35 % سنويا و من المتوقع أن يبلغ حجم الصكوك عام 2015 حوالي ترليون دولار. مما يتوقع معه الازدياد المستمر في حصيلة الإصدارات الخليجية بعامة و لاسيما الإماراتية و السعودية.(عبد الفتاح محمد فرحي، ص 6،8)
- 11 - تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010، صندوق النقد العربي، ص 162.
- 12 - تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010، صندوق النقد العربي، ص 162.
- 13 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 187.
- 14 - عبد الفتاح محمد فرح، مرجع سبق ذكره، ص 7.
- 15 - الثانية عالميا بعد ماليزيا.
- 16 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 189.
- 17 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 190.
- 18 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 190.
- 19 - عبد الفتاح محمد فرح، مرجع سبق ذكره، ص 7.
- 20 - شرياق رفيق، معطي الله خير الدين، مرجع سبق ذكره، ص 250/251.
- 21 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 186.
- 22 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2008، صندوق النقد العربي، ص 140.
- 23 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 186.
- 24 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 187.
- 25 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2010، صندوق النقد العربي، ص 156.
- 26 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2011، صندوق النقد العربي، ص 152.
- 27 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2014، صندوق النقد العربي، ص 178.
- 28 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2015، صندوق النقد العربي، ص 185.
- 29 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2014، صندوق النقد العربي، ص 160.
- 30 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2013، صندوق النقد العربي، ص 155.
- 31 - مرجع سابق، ص 155.
- 32 - مرجع سابق، ص 156.
- 33 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2014، صندوق النقد العربي، ص 178.
- 34 - صالح صالح، مشروع إقامة أكبر منطقة لتوطين الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بحجم 150 مليار دولار في أفاق 2024، مجلة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، العدد 14 لسنة 2014 ص 14.
- 35 - كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، العدد 14 لسنة 2014 ص 91.

³⁶ - OECD Investment Policy Review : Malaysia December 2013,p 217.

- International Islamic Financial, Sukuk Report, Comprehensive study of the global Sukuk Market, 4th edition, November 2014, p 04.