

الصكوك الإسلامية ودورها في الرفع من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية للسوق المالية السعودية–

Islamic Sukuks and Their Role in Raising the Level of The Stock Market Efficiency - An Analytical Study of The Saudi Financial Market-

عربي نجاة¹، رديف مصطفى²
Arabi Nadjet¹, Redif Mostapha²

¹ مخبر تسيير المؤسسات، جامعة جيلالي ليابس - سيدي بلعباس (الجزائر)، nadjet.arabi@univ-sba.dz
² مخبر إدارة الابتكار والتسويق، جامعة جيلالي ليابس - سيدي بلعباس (الجزائر)، redif.cur@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2024/09/30 تاريخ القبول: 2024/11/10 تاريخ النشر: 2025/01/01

ملخص:

هدفت هذه الورقة البحثية إلى دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل إدراج الصكوك الإسلامية عموماً وبشكل خاص السوق المالية السعودية كأحد الأسواق المالية الإسلامية الرائدة عالمياً، التي تشهد نشاطاً كبيراً من حيث حجم التداول وكذا عدد المستثمرين بها من خلال تحليلنا ودراستنا لمؤشرات الأداء بها خلال الفترة (2013 – 2023) بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول". وأهم ما خلصت إليه الدراسة أن السوق المالية السعودية عرفت تذبذباً في مؤشرات الأداء خاصة في ظل الظروف المتعلقة بتقلبات أسعار النفط وتفشي وباء فيروس كوفيد 19، إلا أنه وتبني نظام التداول الإلكتروني تحسنت مختلف المؤشرات كمؤشرات حجم التداول، والسيولة. ومن ثم ارتقى مستوى الأداء بها. وتوصلنا أيضاً إلى أن نشاط سوق الصكوك ضعيف مقارنة بسوق الأسهم السعودي، إذ شكلت كل من قيم التداول وعدد الصفقات المنفذة في سوق الصكوك مقارنة بإجمالي السوق نسباً جدّ ضئيلة ومنعدمة أحياناً خلال فترة الدراسة بالنظر إلى طبيعة السوق ونشاط المتداولين فيها.

كلمات مفتاحية: سوق المال. السعودية، كفاءة، صكوك. إسلامية.

تصنيفات JEL : G1، G15، G23، E44.

Abstract:

The objective of this research paper was to study the efficiency of the stock market in light of the inclusion of Islamic bonds (sukuk), particularly focusing on the Saudi financial market as one of the leading Islamic financial

¹ المؤلف المرسل: عربي نجاة، الإيميل: nadjet.arabi@univ-sba.dz

markets globally. This market has witnessed significant activity in terms of trading volume and the number of investors, through our analysis and study of its performance indicators during the period from 2013 to 2023, relying on the annual reports of the Saudi Stock Exchange "Tadawul."

The most important conclusion of the study is that the Saudi financial market experienced fluctuations in performance indicators, especially due to conditions related to oil price volatility and the outbreak of the COVID-19 pandemic. However, with the adoption of an electronic trading system, various indicators such as trading volume and liquidity improved, thereby elevating the overall performance level. We also found that the activity in the sukuk market is weak compared to the Saudi stock market, as both the trading values and the number of transactions executed in the sukuk market constituted very small, and sometimes negligible, percentages of the total market during the study period, considering the nature of the market and the activity of its traders.

Keywords: Financial Market, Saudi Arabia, Efficiency, Islamic Sukuk.

JEL Classification: G1,G15 ,G23 ,E44.

1. مقدمة:

تشكل الأسواق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي والهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الأمثل والكفاء لمواردهم المالية، لما ما تحويه من أدوات مالية تعمل على تمويل قطاعات واسعة ولما لها من دور هام في امتصاص المدخرات المحلية والأجنبية، الأمر الذي يقتضي توفر سوقاً ماليةً كفؤةً تتوفر على قدر من البيانات والمعلومات المالية؛ التي تتسم بالشفافية والمصدقية وتنعكس في أسعار الأسهم بما يتيح للمستثمرين ترشيد قراراتهم بشكل يضمن لهم تحقيق عوائد غير عادية.

وأكدت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 التي عصفت بالنظام المالي فشل الأسواق المالية في أداء دورها التنموي في ظل الممارسات غير الشرعية، لذا ظهرت أسواق مالية إسلامية تقوم بتقديم منتجات مالية إسلامية طبقاً لأسس الشريعة الإسلامية وتساهم في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية والدين، وتوفير السيولة للاستثمارات الجديدة بما يؤدي إلى تدنية المخاطر ويساعد على تكوين الادخار وتمويل الاستثمار ليسرع من معدلات النمو الاقتصادي منها الصكوك الإسلامية، التي تزايد حجم الإصدار العالمي لها خلال السنوات الأخيرة.

بناء على ما تقدم، فإن الإشكالية التي تثيرها هذه الورقة البحثية تتجلى في التساؤل الرئيسي التالي:

✍ إلى أي مدى يمكن أن يؤثر إصدار الصكوك الإسلامية على مستوى أداء سوق الأوراق المالية السعودية؟

وتنبثق عن الإشكالية الرئيسية التساؤلات الفرعية الآتية:

- كيف يمكن أن تؤدي الصكوك الإسلامية إلى الرفع من كفاءة الأسواق المالية؟
 - ما هي أهم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية؟
 - هل ساهم إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية السعودية على تعزيز الكفاءة بها؟
- 1.1. فرضيات الدراسة: على ضوء إشكالية ورقتنا البحثية، يمكننا صياغة الفرضيات التالية:

- يشكل إصدار الصكوك وتوسيع تداولها كلفة أقل على الشركة من إصدار الأسهم، كما أنه يمكن أن تستقطب شريحة ممن يفضلون التعامل بأوراق مالية ذات عوائد ثابتة ومخاطر متدنية بما يسمح بتطور أداء السوق المالية؛

- ينعكس المؤشر العام للأسهم "ناسي" بشكل كبير على أداء السوق المالية السعودية وكفاءتها؛
- يمكن أن ينعكس حجم إصدارات الصكوك الإسلامية على مستوى كفاءة الأسواق المالية السعودية بالنظر لإسهامها الكبير في تطور الأداء.

2.1. أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة بشكل أساسي إلى تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية والتعرف على مدى تطور أداء أسواق الأوراق المالية من خلال إدراج الصكوك الإسلامية، إلى جانب تحقيق الأهداف التالية:

- التعرض إلى الإطار النظري لكل من الصكوك الإسلامية والأسواق المالية؛
- تسليط الضوء على تجربة السوق المالية السعودية في مجال إصدار الصكوك الإسلامية كأحد التجارب الرائدة عالمياً وتحليل أدائها.

3.1. المنهج المستخدم في الدراسة:

بهدف الإلمام بمختلف جوانب موضوع دراستنا ومحاولة الإجابة على الإشكالية الرئيسية، فإننا اعتمدنا على المنهج الوصفي عند تعرضنا للمفاهيم ذات الصلة بالصكوك الإسلامية والأسواق المالية من حيث

المفهوم، الخصائص والأنواع، الأهداف. وعلى المنهج التحليلي عند قراءة البيانات والمعلومات وتحليلها للكشف على مدى كفاءة السوق المالية السعودية في ضوء إصدارات الصكوك الإسلامية.

4.1. هيكل الدراسة: لغرض الإجابة على إشكالية ورقتنا البحثية، قمنا بتقسيم الدراسة إلى:

- الإطار النظري للصكوك الإسلامية والأسواق المالية؛
 - مساهمة الصكوك الإسلامية في تعزيز كفاءة الأسواق المالية؛
 - تحليل دور إصدار الصكوك الإسلامية في تطور أداء سوق الأوراق المالية السعودية.
- #### 2. الإطار النظري للصكوك الإسلامية والأسواق المالية: وهنا نحاول التعرض إلى أهم المفاهيم المتعلقة بكل من الصكوك الإسلامية والأسواق المالية كالاتي:

1.2. الصكوك الإسلامية:

1.1.2. تعريف الصكوك الإسلامية:

التعريف اللغوي للصكوك: مفرد صَكَّ والصَّكُّ لغةً: لفظ - فارسي مُعَرَّب - ويقصد به الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات، وهو الورقة المكتوبة بدين (القرى بن عيد، 2009، صفحة 02).

التعريف الاصطلاحي للصكوك: بحسب مجمع الفقه الإسلامي، يُعرّف التصكيك بأنه عملية إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً مشتركة في ملكية أصول (مثل الأعيان، المنافع، الحقوق، أو مزيج من هذه العناصر والنقود) التي تكون موجودة بالفعل أو سيتم إنشاؤها من حصيد الاكتتاب، وتصدر وفقاً لعقد شرعي تأخذ أحكامه (عيجولي و عيجولي، 2022، صفحة 141).

ويعرفها سليمان عبيد دواله الصكوك بأنها عملية تجميع وتصنيف الأصول سواء كانت مضمونة أوغير مضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها إلى المستثمرين (ABDI DUALEH، 1998، صفحة 02).
تُعرف الصكوك الإسلامية على أنها تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول بحيث تكون مضمونة بتلك الأصول، ثم تُباع في الأسواق المالية مع إمكانية التداول. (BENZekkoura، 2019، صفحة 181).

2.1.2. الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية: يتسم هذا النوع من الأدوات المالية بخصائص وسمات

تميزه عن غيره من الأدوات المالية. يمكن تلخيص أهمها من خلال الجدول التالي:

الجدول 01: السمات الأساسية للصكوك الإسلامية

السمات	بيانها
طبيعة الصك	■ وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير ، وتمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص؛ ■ لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها عند إصدارها.
قيمة الصك	■ له قيمة إسمية محددة ومقيدة عليه؛ ■ يتم إصدارها بفئات متساوية القيمة مع عدم قابليتها للتقسيم.
أساسها	■ تكون وفقاً للعقود الشرعية، حيث تفصل حقوق والتزامات الأطراف في نشرة الإصدار.
قابلية التداول والاسترداد	■ قابل للتداول ما لم يكن نقداً أو ديناً محضاً؛ ■ قابل للاسترداد.
أحكام التداول	■ يأخذ أحكام التداول من الأصول التي يمثلها.
التصرف فيه	■ يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الممول بأموال الصك، لذا يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الشرع الإسلامي.
استحقاق الربح	■ صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك.
نشرة الإصدار	■ وثيقة تتحدد فيها بيانات الإصدار، وكذا شروطه، وشروط التعاقد، وأحكامهما.
الخسارة أو حالة تصفية المشروع	■ حملة الصكوك يتحملون الغرم ويشاركون في الغنم؛ إذ تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، أي أن حامل الصك له حق المشاركة في أرباح المشروع الممول بأموال الصك وفي حالة التصفية يتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يملكه من صكوك،
المشروع الممول	■ يشمل أي نشاط اقتصادي أو أصل مدّبر للدخل ما لم يكن محظوراً شرعاً.
مدة استحقاق الصك	■ يتم إصداره لمدة معينة، يسترد أو يُطفأ بعدها أو أثنائها؛ كما يمكن أن يصدر لمدد غير محددة.
الإيجاب والقبول	■ يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار؛ ■ الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في الصكوك؛ ■ القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة (إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولاً).
التوافق مع مبادئ التمويل الإسلامي	■ الصكوك تخضع لأحكام الشريعة الإسلامية السمحاء من حيث الأنشطة والاستثمارات، أو من حيث طبيعة علاقة أطرافها.
العلاقات المتبادلة	■ تنشأ عنه مجموعة من العلاقات تشمل: ■ علاقة حامل الصك مع بقية حملة الصكوك تمثل علاقة شركاء في ملك واحد؛ ■ علاقة حملة الصكوك مع الجهة المصدرة تمثل علاقة رب مال بمضارب.

المصدر: بالاعتماد على:

- (صندوق النقد العربى؁ 2022؁ الصفحات 30-31)
- (بن الحبيب؁ 2019؁ صفحة 999)؛
- (بحرشي و بركان؁ 2022؁ صفحة 362).

3.1.2. أهمية الصكوك الإسلامية: وتبرز فيما يلي:

أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدرين الأصليين (بوخاري؁ 2017؁ صفحة 59):

- يعمل التصكيك الإسلامى على المواءمة بين مصادر التمويل واستخداماتها؁ بما يقلل من مخاطر عدم التوافق بين الموارد وآجال استخدامها؛
- تشكل عملية التصكيك الإسلامى من عمليات خارج الميزانية؁ بما يؤدي إلى تحسن كفاية رأس المال؛
- للصكوك إمكانية التحصيل في المدى القصير؁ وبالتالي تجنب المصارف وجميع المؤسسات المالية وغير المالية من تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها؁ كما أنها ترفع من قدرة المؤسسة على توسيع في نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها ؛
- يشكل التصكيك أداة جيّدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالبنوك وغيرها من المؤسسات. (العمرى و الجوزى؁ 2021؁ صفحة 111)

ثانياً: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين: ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- تتيح الصكوك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات حيث تمكنهم من إدارة السيولة؛
- التصكيك الإسلامى أداة ضئيلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفى (قلة الوسطاء وتدني المخاطر المرتبطة بالصك المصدر) فتدّر الصكوك الإسلامية على أصحابها عوائد أكبر؛
- اتسام الصك عموماً بتصنيف ائتمانى عالى نتيجة دعمه بتدفقات نقدية (مالية) محددة؛
- تعد الصكوك قناة جيّدة للمستثمرين الذين يفضلون استثمار فوائض أموالهم ويسعون في الوقت ذاته إلى استرداد أموالهم بشكل سريع عند الحاجة إليها؛

• لها دور في إدارة مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية؁ كما أنها تحقق تدفقات وعوائد مالية يمكن التنبؤ بها ؛

ثالثاً: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأسواق المالية والاقتصاد: تتيح عمليات التصكيك العديد من المزايا لأسواق المال بصفة خاصة والاقتصاد عموماً؁ يمكن إيجاز أهمها فيما يلي (قندوز؁ 2022؁ الصفحات 39-40):

- تساهم عمليات التصكيك في الرفع من درجة عمق السوق المالية؁ فعمق السوق المالى يتطلب وجود عدة بدائل للمستثمرين ووجود عدد كبير من المتدخلين في السوق؛

- تتطلب عملية التصكيك بنية تحتية متكاملة كالشركة ذات الغرض الخاص، مؤسسات التصنيف الائتماني؛
- لها دور في توفير أسواق النقد وأسواق ما بين البنوك بأدوات مالية قصيرة الأجل بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- تمويل المشروعات الاستثمارية بما يؤدي إلى تحقيق قيمة مضافة للاقتصاد والإسهام في توفير فرص العمل؛
- تنوع الاقتصاد من خلال توفير بدائل للتمويل قائمة على التمويل المباشر من خلال أسواق المال بدلاً من التركيز على القطاع المصرفي (التمويل غير المباشر)؛
- تساعد على إدارة السياسة النقدية إذا كانت سوق الصكوك نشطة وفعالة؛
- توفير بدائل وخيارات غير تقليدية أمام الدولة لتمويل المشروعات الحكومية أو تمويل عجز الموازنة، وبطرق لا تؤدي لحدوث التضخم؛
- إمكانية استخدام الصكوك كجزء من استراتيجية الدولة في مجال الشراكة بين القطاعين العام والخاص، فضلاً عن تمويل مشروعات البنى التحتية.

3.1.2. أنواع الصكوك الإسلامية: ويمكننا التعرض لأكثر أنواعها شيوعاً وتداولاً كما يلي:

1. **صكوك المراجعة:** تعد صكوك مراجعة وثائق متساوية القيمة، يصدرها البائع لسلمة أو بضاعة المراجعة. والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المراجعة؛ لتحصيل ثمن البضاعة، وتصبح بضاعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك ويستحقون ثمن بيعها. (عوجان، 2015، صفحة 37).
2. **صكوك المضاربة:** وهي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المضاربة، وتمثل اتفاق بين طرفين أحدهما بالمال (صاحب المال) والآخر بالعمل (صاحب الجهد)، حيث أن مصدر الصكوك هو (المضارب) في حين أن حملة الصكوك هم مالكوها- أصحاب الأموال- وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل مشروعات جديدة أو مشروعات قديمة، تعجز الشركة في تمويلها ويتم توزيع الأرباح حسب الاتفاق بينهم، وتشكل هذه الصكوك حصة ملكية في موجودات المضاربة، يستحق حملتها حصة من عائد الاستثمار كما أنهم يتحملون المخاطر والخسائر. (قبقب و بلاعو، 2022، صفحة 306)
3. **صكوك الإجارة:** تعدّ صكوك الإجارة تلك الوثائق الاستثمارية التي تمثل ملكية حصص متساوية في عقار مؤجر أو في منفعة عقار، تعطي صاحبها حق التملك والحصول على الأجرة والتصرف في ملكيته بما لا يضر

بحقوق المستأجر، أي أنها قابلة للتداول ويتحمل حامل الصك ما يترتب على المالك من تبعات بالعقار كالصيانة والهلاك(التلف). ويجوز تداول صكوك الإجارة منذ لحظة إصدارها بعد تملك حاملتها للموجودات وحتى انقضاء أجلها. (غريبي و جبلاحي، 2018، صفحة 141).

4. صكوك السلم: وتقوم على أساس عقد السلم الذي هو عكس عقد البيع الآجل أين يتم دفع الثمن كاملاً مسبقاً فيما يتم استلام الأصل(تحدد مواصفاته بدقة)مستقبلاً (قندوز، 2022، صفحة 65)، لذا يعد صك السلم صكاً غير قابل للتداول في حال إصدار الصك من قبل البائع أو المشتري، بل يحتفظ به إلى غاية حلول تاريخ استحقاقه.

5. صكوك الاستصناع: ويتم إصدارها على أساس عقد الاستصناع، وتمثل حصصاً متساوية القيمة في تمويل مشروع لتصنيع أو إنشاء أصول لصالح عميل، بثمن يتم دفعه في شكل أقساط مستقبلية فتتسم صكوك الاستصناع بقابلية التداول كونها تمثل أصلاً غير مالي (قندوز، 2022، صفحة 66).

6. صكوك المشاركة: تعرف صكوك المشاركة بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة من إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تحول نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها". (عيجولي و عيجولي، 2022، صفحة 141)

7. صكوك المساقاة: وفقاً للمعيار 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تُعتبر صكوك مساقاة تلك الوثائق المتساوية القيمة التي تُصدر لاستخدام حصيلتها في سقي الأشجار المثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة ، حيث يحصل حملة الصكوك على حصة من الثمرة وفقاً لما يحدده العقد. (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2017، صفحة 471).

8. صكوك المزارعة: تصدر وثائق متساوية القيمة لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ، ويصبح لحامل الصك حصة في المحصول وفق ما ينص عليه العقد. (تلي و بن بريكة، 2020، صفحة 25).

9. صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة تُدار بناءً على عقد الوكالة بالاستثمار، حيث يتم تعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. (الدماغ، 2012، صفحة 122).

2.2. الأسواق المالية: قبل التطرق إلى الأسواق المالية، لا بد لنا من التعرف على المفهوم العام للأسواق

المالية ومن ثم التعرض إلى مهامها والشروط الأساسية لقيامها.

1.2.2. مفهوم سوق الأوراق المالية: اختلفت مُسميات السوق المالية، إلا أن جميعها تشير إلى نفس

المعنى، وهو سوق رأس المال أو بورصة الأوراق المالية أو السوق المالية أو السوق الاستثمارية. وعلى اختلاف المسميات تعددت تعريفات السوق المالي «**Financial Market**» بحسب وجهة النظر لها؛ فيعرف على أنه مكان منظم ومحدد حيث تدار العمليات المالية بواسطة هيئة مختصة لها تشريعات ونظام خاص، ويشترك فيه المستثمرون الذين يرغبون في زيادة ثرواتهم والممولون الذين يرغبون في استغلال تقلبات الأسعار المختلفة، وتتعقد جلساته يومياً في مكان محدد، حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البيع والشراء المستلمة. (بن راشد المقبل و المقرن، 2023، صفحة 314)

من خلال ما تقدم فإنه يتضح جلياً أن دور سوق المال بمثابة الجسر لتمويل الأنشطة الاقتصادية، حيث تصدر الجهات ذات العجز المالي أدوات مالية معينة، كالأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأوراق المالية ، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي وتقتصر المبادلة في هذه السوق على المال؛ لذا تُسمى السوق مالية.

2.2.2. دور سوق الأوراق المالية: لعلّ أولى المهام التي تؤديها الأسواق المالية إلى جانب توفير التمويل

اللازم للاستثمارات هو جعل الأوراق المالية قابلة للتسييل والتداول، وكذا تحديد أسعارها حسب قانوني العرض والطلب. ويمكن إيجاز أهم الأدوار التي تؤديها فيما يلي (بن ريعان، 2020، صفحة 34):

- تمكين أصحاب الأصول المالية من تسييل ممتلكاتهم دون تصفية المشاريع، من وراء بيعهم الأسهم للغير؛
- تُوفّر إمكانية تسييل الأصول بسرعة وبسهولة وبأقل تكلفة؛
- تعمل السوق المالية على تنشيط الأعمال من خلال توفير السيولة المطلوبة للقيام بالنشاط (استخدام الأوراق المالية كضمانات للحصول على قروض أو شركاء في المشروع)؛
- تسجيل منظم ومعتمد لحركة الأسعار في السوق باليوم والتاريخ والحجم والكمية المتداولة؛
- وسيلة مهمة للتحوّط ضد تضخم الأسعار والحفاظ على قيمة النقود من خلال استثمارها في أصول تدّر عوائد، فلا تتآكل قيمة النقود مع التضخم مع مرور الزمن؛

- يعتبر سوق المال مؤشراً لظروف الاستثمار وجودة عوائده من عدمها بحسب دورات الاقتصاد؛
 - تعمل السوق المالية كسلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات المدرجة في السوق.
- 3.2.2. شروط قيام السوق المالية:** حتى تقوم سوق مالية فاعلة تؤدي مهامها بشكل كفء يتعين توافر شروط، يمكن ذكر أهمها في الآتي (بن ربيعان، 2020، صفحة 35):
- استقرار المناخ الاستثماري وتمتع البلد بحالة من الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي والأمني؛ وضرورة توافر سيولة جيدة ومرنة؛
 - توفر هيكل من البنوك والمؤسسات المالية وشركات الوساطة التي تستخدم أساليب فنية متقدمة لإدارة السيولة وتوجيهها بين مختلف أنواع الاستثمارات مع وجود جهاز حكومي فعال يُنظّم ويشرف بصورة كاملة على نشاطات السوق المالية؛
 - توفر شبكة اتصالات تقنية متقدمة وفعالة، بما يمكن السوق من تنفيذ أكبر حجم من التعاملات، وربط الأسواق المالية بين المناطق المختلفة؛ وهو ما يتيح استغلال الفرص الاستثمارية في الأسواق المختلفة في وقت متزامن وقصير؛
 - توافر البيانات والمعلومات الضرورية عن السوق المالية وإتاحتها للجميع، بما يضمن الشفافية والنزاهة في التعامل في السوق، وكذلك وجود التقارير والقراءات التي تُقدمها خبرات وكفاءات بشرية متخصصة في تداولات السوق، بما يساعد المتعاملين على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح؛
 - تنوع أدوات الاستثمار واختلافها من حيث المبالغ وفترات الاستحقاق والمخاطر، واتسام هذه الأدوات بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكيتها وتداولها في السوق بسرعة وبلا قيود؛
 - الحرية الاقتصادية للأسواق، ما يُعزز عنصر المنافسة الحرة بين جانبي العرض والطلب، ويُوازن الأسعار دون أيّ تدخل أو توجيه خارجي.
- 3. مساهمة الصكوك الإسلامية في تعزيز كفاءة الأسواق المالية:** قبل الخوض في الحديث عن الآلية التي يكون بمقتضاها للصكوك الإسلامية دور فعال في تنشيط الأسواق المالية والرفع من كفاءتها ارتأينا ضرورة التعرض إلى موضوع كفاءة الأسواق المالية. ومن ثم التطرق إلى آلية مساهمة الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة السوق المالي. وذلك من خلال:

1.3. كفاءة الأسواق المالية:

1.1.3 مفهوم كفاءة الأسواق المالية: يشكل مفهوم كفاءة السوق المالية أحد أهم القضايا الحيوية التي

تشغل بال العديد من الاقتصاديين والمحللين الماليين والباحثين. فيرى الاقتصادي الأمريكي Eugene Fama "أن تكون السوق المالية كفؤة إذا عكست أسعار الأوراق المالية بشكل كامل وفوري جميع المعلومات المتاحة عنها والمتعلقة بالأحداث الماضية والحالية والتوقعات المستقبلية، فيعكس السعر القيم الاقتصادية التي تستند إليها قيمة السهم" (بن ريعان، 2020، صفحة 163).

كما يرى الشواورة** بأن «السوق الكفاء تعد المقياس الحقيقي للقيمة فمن دونها لا يمكن ضمان التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل الكفاء لعمليات البيع والشراء والانتقال الكفاء للأموال ممن يملكونها إلى من هم بحاجة إليها بعدالة». (الشواورة، 2008، صفحة 49).

من خلال ما تقدم فإن السوق الكفاء هي تلك السوق التي تعكس أسعار الأوراق المالية فيها جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين، بما يؤثر على قراراتهم الاستثمارية المتخذة، فتتبادل القيم السوقية للأسهم مع قيمها الحقيقية استجابة لهذه القرارات فتتعدى فرص تحقيق أرباح غير عادية من قبل بعض المستثمرين وتعكس بذلك توقعاتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المتوقعة، بحيث تتميز السوق الكفاء بـ (الجوزي و العمري، 2017، صفحة 119):

✓ توزيع أمثل للموارد المالية وتقييم عادل للمنتجات المالية؛

✓ توفير معلومات جديدة بأدنى التكاليف وفي الوقت المناسب.

2.1.3 شروط تحقق كفاءة الأسواق المالية: حتى تتسم السوق المالية بالكفاءة، لا بد من استيفاء بعض

الشروط الضرورية، التي يمكن حصرها في (بن ريعان، 2020، صفحة 164):

- الشفافية، فتكون جميع المعلومات متاحة للعامة بكل شفافية وفي الوقت ذاته وبدون أي تكلفة تذكر؛ مع عدم وجود أي عراقيل تمنع دخول السوق أو الخروج منه، كارتفاع التكاليف أو فرض الضرائب عالية على التعاملات في السوق؛
- أن يكون عدد المتداولين في السوق كبيراً، ولا علاقة بينهم إلا سعيهم لتحقيق عوائد وأرباح، كما أنه لا يمكن لأي أحد التأثير على السوق تأثيراً ملموساً سواء في الدخول أو الخروج منه؛

- اتصاف المستثمرون في السوق المالية بالرشادة الاقتصادية، فيهدفون جميعهم إلى تعظيم منفعتهم من خلال تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً؛
- وجود هيئة رقابية مهمتها الإشراف على مراقبة السوق وتعاملاتها -هيئة سوق المال- ؛
- إفصاح الشركات عن معلوماتها المالية أو غير المالية بالشكل الصحيح، في الأوان، ومعاينة كل من يسجل تجاوزات من غش وتدليس في البيانات.

3.1.3. صيغ كفاءة السوق المالية: اعتمد فاما* (1970) في تقسيمه لفرضية كفاءة السوق المالية على

نوعية المعلومات إلى ثلاثة صيغ، وهي (بن ريعان، 2020، الصفحات 165-168):

- **الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق المالية:** وتنص هذه الصيغة على أن أسعار الأصول الحالية تعكس كل المعلومات التاريخية المتعلقة بالأوراق المالية، بما في ذلك المعلومات السابقة عن أسعار الأسهم وأحجام التداول والتغيرات التي طرأت عليها وهي معلومات متاحة للجميع دون أيّ تكلفة تذكر. عندما يكون السوق كفؤًا وفقًا لهذه الصيغة، لا يمكن لأيّ مستثمر الاستفادة من البيانات التاريخية المتاحة للجمهور للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم، ولا يمكنه تحقيق عوائد تتجاوز متوسط السوق.
- وما يمكن استخلاصه من خصائص ومميزات للسوق الضعيف ماييلي (بومرزاق و مكاي، 2023، صفحة 406):

✓ عدم وجود خبرات استثمارية جيدة لدى المستثمرين وعدم وجود رقابة على السوق المالي بشكل جيد؛

✓ قدرات المستثمرين المالية محدودة إلى جانب ارتفاع نسبة التضخم.

- **الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق المالية:** وتشير هذه الصيغة إلى أن أسعار الأصول تعكس تمامًا كل المعلومات التاريخية والمعلومات الأخرى المتعلقة بالأوراق المالية، مثل الظروف السياسية، والأخبار الاقتصادية، والتقارير السنوية والربعية، وغيرها. وكون أن جميع المستثمرين والبائعين قادرين على استخدام هذه المعلومات دون أيّ تكلفة أو قيود تذكر، فإنه في حالة كفاءة السوق، لا يمكن لأي مستثمر الاستفادة من البيانات التاريخية والحالية المتاحة للجمهور للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم، أو تحقيق عوائد أو أرباح استثنائية استنادًا إلى تحليل هذه المعلومات المتاحة للجميع

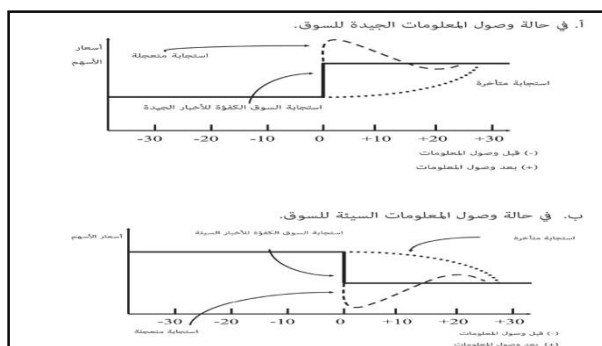
- **الصيغة القوية لكفاءة السوق المالية:** وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق فيها أرباح غير عادية على حساب الآخرين

نتيجة لاحتكار هذه المعلومات، وحينها نفترض أن يتعادل الطلب مع العرض، ليتحقق التوازن بالمعنى الاقتصادي (مصطفى و عيسى، 2022، صفحة 145).

وما أثبتته الواقع العملي أنه لا تتوافر الظروف المناسبة لتحقيق هذا الفرض، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة لهم إمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بها قبل الإعلان عنها بشكل رسمي، ما يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح استثنائية. (أندراوس، 2008، صفحة 160).

والشكل التالي يوضح كيفية تأثر أسعار الأسهم بالمعلومات الجديدة وفقاً للصيغة شبه القوية في حالة وصول أخبار جيدة أو سيئة عن الشركة أو سهم معين.

الشكل 01: تأثر أسعار الأسهم بالمعلومات الجديدة في حالي كفاءة السوق وعدم كفاءة السوق



المصدر: (CHAFFIN، 2013)

ما يبدو من الشكل السابق، أنه في حالة عدم كفاءة السوق كانت استجابة مفردة ممثلة بالخط المتقطع، أو استجابة متأخرة للحاق بالسوق وعدم الاستفادة من المعلومات حين ورودها للسوق مباشرة ممثلة أيضاً بالخط المتقطع في الوضعيتين (أ، ب). بينما يمثل الخط العريض استجابة السوق والمتعاملين فيها للمعلومات الجديدة أو السيئة حين وصولها إلى السوق مباشرة، وهي الحالة التي تحقق فيها السوق كفاءة وفقاً لفرضية كفاءة السوق المالية من النوع الثاني (الصيغة شبه القوية).

يلخص الشكل البياني صيغ الكفاءة الثلاث في السوق المالي، حيث يحوي النوع القوي كلاً من النوعين الضعيف وشبه القوي؛ ما يعني أنه متى كان السوق كفؤاً حسب الصيغة شبه القوية فهو كفؤ حسب النوع الضعيف، ومتى كان كفؤاً وفق للصيغة القوية فهذا يعني ضمناً أنه كفؤ كذلك بحسب الصيغتين الضعيفة وشبه القوية.

الشكل 02: أشكال كفاءة السوق المالية



المصدر: (بن ربيعان، 2020، صفحة 169)

4.1.3. مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية: يتم اعتماد مجموعة من المؤشرات لقياس كفاءة الأسواق المالية. يمكن ذكر أهمها فيما يلي (مصطفى و عيسى، 2018، صفحة 286):

- **حجم السوق:** غالباً ما يحدد بمؤشرين أساسيين هما:
 - ✓ **مؤشر القيمة السوقية:** ويعبر عن مجموع قيم الأسهم المدرجة في السوق مضروباً في متوسط أسعارها في نهاية الفترة. كما يطلق عليه الرسملة السوقية التي هي حاصل قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتي تعكس مستوى نشاطه؛ والذي هو مؤشر عن كبر حجم السوق سواء من ناحية العدد الكبير للشركات المدرجة أو من ناحية ارتفاع الأسعار؛
 - ✓ **مؤشر عدد الشركات المدرجة فيه:** ويعكس هذا المؤشر هو الآخر حجم السوق، إذ تشكل الزيادة في عدد الشركات المدرجة في السوق المالية دليلاً على التطورات الحاصلة فيها. ويرتبط هذا المؤشر ارتباطاً وثيقاً بمؤشر القيمة السوقية فبدونه يفقد مؤشر عدد الشركات المدرجة دلالة، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً إلا أن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً.
- **سيولة السوق:** ويقصد بها القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية. وينقسم إلى مؤشرين أساسيين هما:
 - ✓ **مؤشر حجم التداول:** ويقترن هو الآخر بالمؤشرين السالف ذكرهما، ويسمح هذا المؤشر بالتعرف على درجة سيولة السوق. فيعبر عن ما يتم تداوله من أوراق مالية في السوق بأسعار مختلفة خلال فترة زمنية معينة. ويمكن حسابه بقسمة مجموع الأسهم المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي؛
 - ✓ **مؤشر معدل الدوران:** ويتم حسابه بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال أيّ مدة زمنية معينة. ولكونه يمثل قيمة الصكوك المتداولة (حجم التداول) إلى القيمة السوقية فإنه كلما

ارتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية فإن قيمة هذا المؤشر تتعاظم ومن ثم ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية (شرون، 2019، صفحة 65).

● **درجة تركيز السوق:** ويدل هذا المؤشر عن مدى تنوع نشاط الشركات المدرجة في السوق وتعددتها فكلما زاد التعدد والتنوع في النشاط كلما جنب السوق المخاطر التي يمكن أن تواجهها، لا سيما تقلبات الأسعار. ولقياس درجة التركيز نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول (عزيزي، بلالي، و بللعم، 2021، صفحة 279).

2.3. آلية مساهمة الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تمر أي ورقة مالية-أسهم أو سندات أو صكوك- بعدة مراحل حتى تصل إلى مرحلة التداول، فنبداً بالإصدار والطرح العام أو الخاص، الذي يتم ذلك على مستوى السوق الأولي Primary Market، ثم يتم إدراج وتسجيل الورقة المالية بأحد الأسواق المالية Secondary Market وفق شروط معينة، وقد يتم الإدراج في أكثر من سوق، لتكون هذه الورقة المالية متاحة لجميع المتعاملين بالسوق بيعاً وشراءً وفقاً لقواعد السوق، وهو ما يعني أنه حتى تكون الورقة المالية -كالصكوك مثلاً - متاحة للتداول بيعاً وشراءً، لا بد من أن تكون مدرجة في السوق، فتكون هناك رغبة لدى المتعاملين بشرائها وبيعها أي تداولها، مع امتلاك السيولة الكافية لتنفيذ تلك الرغبة، أي أن الإدراج فقط يُعد مرحلة أساسية لكنها غير كافية حتى يمكن اعتبار الورقة المالية نشطة في السوق الثانوي. (النجار، عثمان، و زكريا، 15، صفحة 560).

ومن أهم الصفات الواجب توافرها في أسواق رأس المال الكفاءة، التي تعد مؤشراً لنجاحها وقوتها، كونها تعكس العدالة في التسعير للأدوات المالية المتداولة في السوق. ويمكن للصكوك الإسلامية أن تؤدي دوراً هاماً في السوق المالية كأداة جيدة لتعبئة الموارد المالية وتمويل مشاريع استثمارية من شأنها المساهمة في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، لاسيما وأن إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق الأولي ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية على مستوى الأسواق الثانوية فإنه من المتوقع أن تقوم بدورها على أحسن وجه لتوافقها مع أسس الشرع الإسلامي الذي يحارب كل أشكال الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تنعكس سلباً على الأسواق المالية (العمرى و الجوزي، 2021، صفحة 117).

أما عن آلية تأثير الصكوك الإسلامية على العرض بالأسواق المالية، نجد أن إصدار الصكوك، تشكل كلفة أقل على الشركة من إصدار الأسهم، كون أن حامل السهم يحصل على نصيب من الربح المحقق للشركة بينما يحصل حامل الصك على عائد مرتبط بعائد المشروع المساهم فيه فقط، فتكون الأنسب من اقتراض الأموال من البنوك كونها تشتري من الجمهور مباشرة دون أن يفرض البنك لنفسه جزءاً من عائد الوساطة

المالية فتتقلص بذلك تكلفة الإقراض. وأن الشركة تحوز على مجموعة من الأصول القابلة للتصكيك التي يمكن تسيلها بكل يُسر عند الحاجة بدل اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى؁ التي غالباً ما تكون مكلفة وأحياناً منعدمة أمام المؤسسات المالية الإسلامية في ظل الضوابط الشرعية التي تحكمها. ويمكن أن يؤدي إصدار المزيد من الأسهم إلى زيادة عرضها في السوق؁ فتتخفض قيمتها السوقية؁ وهذا ما يؤثر سلباً على حملة الأسهم القدامى ومن ناحية الطلب فيمكن للصكوك الإسلامية أن تستقطب شريحة ممن يفضلون التعامل بأوراق مالية ذات عوائد ثابتة ومخاطر متدنية كشركات التأمين التي تكون ملزمة في ظل القوانين المنظمة لأعمالها باستثمار أموالها في مثل هذا النوع من الاستثمارات متدنية المخاطر (حمو و محمد؁ 2013؁ الصفحات 360-361).

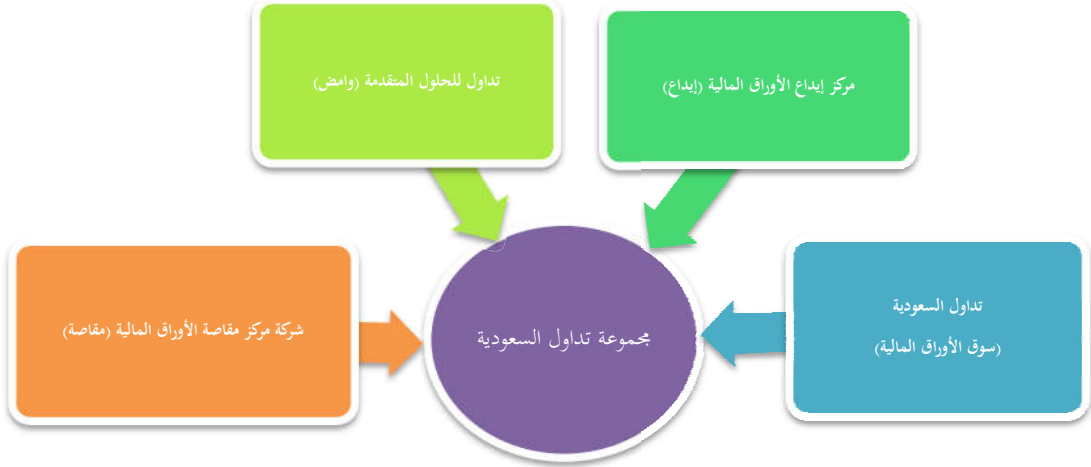
4. دور إصدار الصكوك الإسلامية في تطور أداء السوق المالية السعودية؛ نظرة تحليلية:

1.4. نبذة عن تطور السوق المالية السعودية: لقد شهدت سوق الأسهم السعودية منذ افتتاحها في 1965 تغيرات هيكلية سواء في مؤشرات أو رؤوس الأموال المستثمرة أو عدد الشركات المدرجة فيها؁ وكذا عدد المتعاملين؁ إضافة إلى التغيير والتطوير المستمر الذي يطرأ على أنظمتها وآليات عملها وتوقيت التداول ورسوم عمليات التداول فيها. وفي إطار تعزيز مكانة السوق المالية السعودية؁ قامت شركة تداول السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية وعدة جهات مالية كالبنك المركزي السعودي في تنفيذ خططها الإستراتيجية (2021-2023) التي من شأنها المساهمة في تطوير القطاع المالي هذا من جهة ومن جهة أخرى عملت على تعزيز الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالتعامل بالأوراق المالية؁ وحماية المستثمرين من الممارسات غير النظامية؁ وتحقيق العدالة والشفافية في التعاملات المالية؛ حتى تكون السوق الرئيسة في الشرق الأوسط وأحد أهم الأسواق المالية في العالم-متقدمة وجاذبة للاستثمار المحلي والأجنبي- بما يمكنها من أداء دور محوري في تنمية الاقتصاد وتنويع مصادر دخله. (البنك المركزي السعودي؁ 2023؁ صفحة 136).

تستفيد مجموعة تداول السعودية من تكامل خدمات الشركات التابعة لها والأعمال المشتركة؁ حيث أن استقلالية الشركات توفر بيئة عمل تتسم بالمرونة والابتكار لمواكبة التطورات السريعة في الأسواق العالمية والمحلية. والتي يمكن ذكرها على النحو الآتي (مجموعة تداول السعودية):

- **شركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة):** من الشركات التابعة لمجموعة تداول السعودية، أُسست في عام 2018 كشركة مساهمة مغلقة مملوكة بالكامل من قبل مجموعة تداول السعودية؛ تسعى الشركة إلى العمل على تقليل مخاطر ما بعد التداول من خلال تبني آليات جديدة لضمان تسوية التداولات؛
 - **شركة تداول السعودية (سوق الأوراق المالية):** هي الشركة المتخصصة في تقديم خدمات تداول الأوراق المالية في المملكة، وتعتبر المصدر الرسمي لمعلومات السوق. تأسست الشركة في مارس 2021، كجزء من تحول شركة السوق المالية السعودية (تداول) إلى شركة قابضة تُعرف باسم مجموعة تداول السعودية. تعدّ شركة تداول من بين أكبر أسواق الأوراق المالية بين الأعضاء الـ 67 في الاتحاد العالمي للبورصات، وهي السوق الأكبر في دول مجلس التعاون الخليجي. تتولى الشركة مسؤولية إدراج وتداول الأوراق المالية للمستثمرين المحليين والدوليين، وتلعب دورًا محوريًا في تحقيق خطط النمو الإستراتيجية للمجموعة، بالإضافة إلى توفير فرص استثمارية جذابة ومتنوعة للمشاركين في السوق؛
 - **شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع):** وتأسست هذه الشركة في عام 2016 وهي مملوكة بالكامل من قبل مجموعة تداول السعودية، كما أنها المسؤولة عن تسجيل وحفظ ملكية الأوراق المالية في السوق المالية السعودية؛ إذ تعمل إيداع على تطوير البنى التحتية والإجراءات لتنفيذ المعاملات طبقاً لأفضل الممارسات الدولية، كما أنها تهدف إلى تعزيز كفاءة خدمات وتسجيل الأوراق المالية بما يتماشى ورؤية المملكة 2030 من خلال خلق بيئة تعزز التميز في مختلف قطاعات السوق المالية؛
 - **شركة تداول للحلول المتقدمة (وامض):** وهي الشركة المتخصصة في تقديم الخدمات التقنية التطبيقية، وتعتبر الذراع الابتكارية لمجموعة تداول السعودية. تهدف وامض إلى مساعدة المشاركين في السوق على إيجاد حلول تطبيقية تقنية لتحديات العالم الحقيقي، واستغلال القوة غير المحدودة للتقنية والبيانات في السوق المالية السعودية، مما يسهم في تعزيز النمو الاقتصادي ودعم تحقيق رؤية 2030. تضيف وامض عمقًا وتنوعًا إلى خدمات مجموعة تداول السعودية والشركات التابعة لها، حيث تقوم بتطوير جيل جديد من الحلول المعتمدة على التقنيات المبتكرة، وتعزز النمو المستدام للمجموعة؛
- والشكل التالي يوضح الشركات التي تضمها مجموعة تداول السعودية:

الشكل 03: الشركات التابعة لمجموعة تداول السعودية



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الرسمي www.tadawulgroup.sa

2.4. تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة (2013-2023)

في سباق عالمي نحو التحول الرقمي، أصبح لزماً اعتماد تكنولوجيا المعلومات في السوق المالية السعودية، لما يتيح من خدمات إلكترونية للمتعاملين فيها، مما ينعكس بالإيجاب على فعالية العمليات المنجزة وتحقيق الأهداف المحددة فضلاً عن تحسين كفاءة السوق المالية التي غالباً ما تقاس بمؤشرات الحجم، السيولة ويمكن توضيح ذلك من خلال الإحصاءات المتضمنة في الجدول التالي:

الجدول 02: تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة (2013-2023)

السنة	القيمة المتداولة (ر.س) (بالمليون)	الغير (%)	قيمة الأسهم المتداولة (ر.س) (بالمليون)	الغير (%)	القيمة السوقية (ر.س) (بالمليون)	الغير (%)	عدد الصفقات	الغير (%)	معدل دوران السهم	عدد الشركات المدرجة	المؤشر العام للأسهم (نقطة) (نسبة)	الغير (%)
2013	90,255,233,757	-	1,369,665,791,887.90	-	1,752.86	-	28,967,694	-	78.14	163	8,535.60	-
2014	107,497,409,612	19.10	2,146,511,896,920.60	56.72	1,812.89	3.42	35,761,091	3.42	118.40	169	8,333.30	-2.37
2015	101,043,860,654	-6.00	1,660,622,053,130.00	-22.64	1,579.06	-12.90	30,444,203	-12.90	105.17	171	6,911.76	-17.06
2016	97,980,916,145	-3.03	1,156,987,084,201.30	-30.33	1,681.95	6.52	27,273,685	6.52	68.79	176	7,210.43	4.32
2017	77,674,629,964	-20.72	836,275,133,812.32	-27.72	1,689.60	0.45	21,895,281	0.45	49.50	179	7,226.32	0.22
2018	64,400,974,991	-17.09	870,869,683,508.02	4.14	1,858.95	10.02	25,011,885	10.02	58.46	198	7,826.73	8.31
2019	58,090,064,344	-9.80	880,139,074,790.58	1.06	9,025.44	385.51	28,395,793	385.51	9.75	204	8,389.23	7.19
2020	185,953,101,923	220.11	2,087,799,574,493.41	137.21	9,101.81	0.85	76,686,329	0.85	22.94	204	8,689.53	3.58
2021	138,898,880,318	-25.30	2,235,900,240,676.72	7.09	10,009.15	9.97	91,866,406	9.97	22.34	210	11,281.71	29.83
2022	83,693,493,000	-39.75	1,708,040,217,924.39	-23.61	9,878.10	-1.31	87,899,022	-1.31	17.29	223	10,478.46	-7.12
2023	83,030,951,676	-0.79	1,333,121,934,538.42	-21.95	11,259.32	13.98	94,015,162	13.98	11.84	231	11,967.39	14.21

المصدر: مجموعة تداول السعودية، متاح على الموقع: <https://www.tadawulgroup.sa>

ما يلاحظ عند تحليل واستقراء معطيات الجدول 02، أن:

- **مؤشر القيمة السوقية:** سجلت السوق تذبذباً من حيث القيمة السوقية خلال الفترة (2013-2023) متأثرة بتقلبات أسعار النفط التي عرفت انخفاضاً بنسبة 40%، ليتراجع بذلك هذا المؤشر من

1812,89 مليار ريال سعودي عام 2014 إلى 1579,06 مليار ريال سعودي عام 2015 ويعاود المؤشر الارتفاع تدريجياً خلال سنة 2016 بالتزامن مع إعادة هيكلة السوق المالية وما انبثق عنه من إجراءات تنظيمية داعمة لنظام التداول الإلكتروني لتحقيق مستويات أداء عالية مع سنة 2019 ليبلغ الذروة في سنة 2023 بقيمة قدرت بـ 11259,32 مليار ريال سعودي؛

● **مؤشر عدد الشركات المدرجة:** وواكب هذا المؤشر التطورات التي شهدتها نظام التداول الإلكتروني منذ إدخاله، فارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من 163 شركة سنة 2013 إلى 204 شركة سنة 2019، ليسجل هذا المؤشر استقراراً سنة 2020 وكان أعلى معدل لهذا المؤشر في سنة 2018 بإدراج 19 شركة. وتزامن مع الجائحة الوبائية كوفيد 19 ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من 204 شركة خلال سنة 2020 إلى 231 شركة خلال سنة 2023.

● **مؤشر حجم التداول:** وعرفت قيمة التداولات تذبذباً خلال الفترة (2013 - 2018)، حيث بلغ أدنى مستوى لها خلال سنة 2017 بقيمة تداول 836275 مليون ريال سعودي، ليرتفع هذا المؤشر خلال سنتي 2020، 2021 بقيمتي 2087799.5، 2235900.2 مليون ريال سعودي على التوالي، ما يعكس التحسن الكبير في سيولة السوق أما التذبذب المسجل دليل على حالة عدم اليقين، الذي يمكن اعتباره أيضاً انعكاساً للظروف الاقتصادية والأزمة الصحية، كما تراجع المؤشر خلال سنتي 2022 و 2023 بقيمتي 1708040.20 و 1333121,93 مليون ريال سعودي.

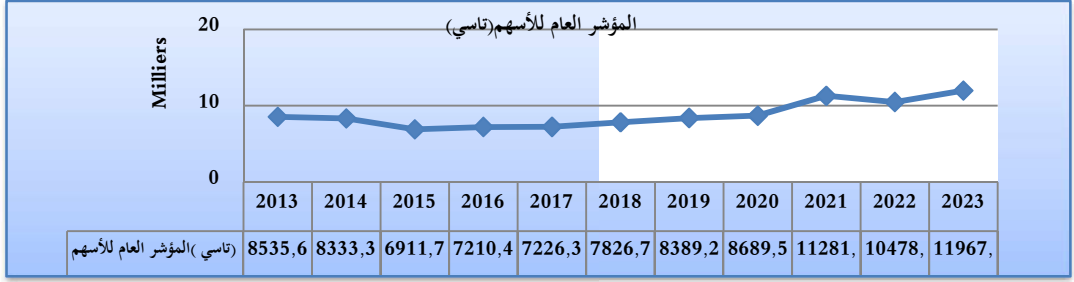
● **مؤشر معدل الدوران:** وعرف هذا المؤشر تحسناً خلال الفترة (2013 - 2015) سرعان ما يتراجع مع بداية سنة 2016 مسجلاً أدنى مستوى له خلال سنة 2019 بمعدل 9.75% تزامن مع الأزمة الوبائية لفيروس كوفيد-19، ليعاود التحسن مع بداية سنة 2020 مساهمة الإجراءات المتخذة من قبل هيئة السوق المالية والتحسينات التي أدخلتها على الخدمات المقدمة لتلبية لاحتياجات المستثمرين خاصة فيما يتعلق بتوفير المعلومات عن السوق وتحليل البيانات.

● **مؤشر السوق المالية السعودية "تاسي":** وسجل هذا المؤشر تذبذباً خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2023، إذ بلغ أعلى مستوى له خلال سنة 2023 عند مستوى 11967.39 نقطة وهذا دليل على تحسن حالة السوق المالية السعودية التي شهدت تطوراً كبيراً في البنية التحتية الرقمية من خلال تدهيمها بأنظمة التداول الإلكتروني. فانعكس ذلك في كفاءة الأداء بشكل عام في حين أن التذبذب المسجل للمؤشر كان انعكاساً لانخفاض أسعار النفط وتداعيات الجائحة.

الشكل الموالي يوضح التطور الذي عرفه المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة (2013 -

2023):

الشكل 04: تطورات المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية "تاسي" خلال الفترة (2013 - 2023)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول 03.

من خلال تحليلنا للمؤشرات التي سبق الحديث عنها، نجد أن تدعيم السوق المالي السعودي بنظم تكنولوجيا المعلومات ساهم إلى حد كبير في الرفع من مستوى كفاءتها وفعالية الأداء بها لاسيما بعد أنه مكّنها من تجاوز الصعاب ذات الصلة بتقلبات أسعار النفط والأزمة الوبائية كوفيد-19.

3.4. تقييم مستوى أداء سوق الصكوك السعودية :

في عام 2009 أنشأت تداول السعودية سوق أدوات الدين التابع لها دعماً لإدراج صكوك الشركات. وبعدها بمدة وبالتحديد في عام 2018 عمدت الشركة إلى إدراج أدوات الدين الحكومية الأولية والثانوية لتحقيق بذلك سوق الصكوك في تداول السعودية نمواً كبيراً خاصة بعد التحسينات التي شهدتها حتى أصبحت واحدة من أكبر الأسواق في المنطقة، الأمر الذي شجع المصدرين على إدراج مزيد من السندات والصكوك بالعملة السعودية) مجموعة تداول السعودية).

وفي إطار مساعيها الرامية إلى تحقيق خطط النمو الإستراتيجية للمجموعة وتزويد المشاركين في السوق بفرص استثمارية جذابة ومتنوعة تعتمد تداول السعودية واحدة من أكثر منصات التداول تطوراً فيما يتعلق بخدمات التداول، لتوفر تجربة سلسة من خلال الأتمتة الكاملة لإجراءات التداول، حيث تتم مطابقة جميع أنشطة تداول الصكوك وتأكيداتها وتنفيذها إلكترونياً بعد دورة التسوية التي تستغرق يومين (T+2)، كما تدعم منصات تداول السعودية تداول الصكوك ذات الكوبونات الثابتة والمتغيرة والصفيرية. أما عن خدمات ما بعد الصفقة فتقدم شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) خدمات مهمة لتكون تداول السعودية الأكثر كفاءة وتفيد المصدرين والمستثمرين والأعضاء، حيث تشمل هذه الخدمات: خدمات إيداع الصكوك وتسجيلها ونقل ملكيتها، وخدمات المقاصة والتسوية ذات الصلة والتقارير الموحدة...إلخ.

وفي المملكة السعودية يتم إدراج وتداول الصكوك التي تكون مصدرة محلياً في السوق المحلي، في حين يتم إدراج وتداول الصكوك التي تكون مصدرة دولياً في إحدى الأسواق الدولية كبورصة لندن، ناسداك وغيرها. أما من ناحية التداول، فقد قامت شركة تداول السعودية بتطوير سوق آلي جديد لتداول الصكوك

والسندات في المملكة اعتباراً من 2009/06/13. حيث تتيح هذه السوق الخدمات المختلفة المرتبطة بنشاط السوق وهي: إدراج الصكوك، تنفيذ الأوامر والصفقات، عمليات التسوية والمقاصة بين المتعاملين في السوق، كما تقوم السوق بعمليات الإفصاح المباشر والفوري للأسعار، التي تم إنشاؤها لإيجاد وخلق قنوات استثمارية جديدة أمام المتعاملين بالصكوك، من خلال توفير كافة المعلومات عنها مما يرفع من مستوى الشفافية ويزيد من عدد المتعاملين بهذه الأدوات. ما تجدر الإشارة إليه أنه قواعد الإدراج في السوق المالية السعودية لا تفرق بين الصكوك والسندات كما أن البيانات الإحصائية أيضاً لا تفرق بينهما ويتم التنويه إليهما ضمن مسمى واحد وهو أدوات الدين، والتي يقصد بها الصكوك والسندات ودون ذكر صكوك إسلامية.

وتعتمد قيمة التداول على حجم تداول الأوراق المالية المدرجة ومستويات الأسعار، حيث يتأثر حجم التداول بالعدد الفعلي لعمليات إدراج الأوراق المالية الجديدة وحجم السيولة المتاحة لتداول الأوراق المالية المدرجة في السوق. كما يمكن أن تتأثر قيمة التداول بعوامل أخرى منها (2021، صفحة 47):

- الظروف العامة للاقتصاد السعودي وتطورات الاقتصاد العالمي وتوقعاته المستقبلية؛
- العوامل السياسية السائدة في المنطقة وكذلك العوامل السياسية على الصعيد العالمي؛
- التحركات التي تشهدها الأسواق المالية الرائدة في جميع أنحاء العالم؛
- الأداء التشغيلي والمالي الحالي والتوقعات المستقبلية للمصدرين المدرجين في السوق السعودية، وكذلك المصدرين المحتملين الذين لم يستكملوا إجراءات الإدراج بعد وقدرة فئات المستثمرين المختلفة على المشاركة في تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق للمصدرين السعوديين.

وفي هذا السياق فإنه عند مقارنة قيم التداول في سوق الصكوك والسندات بقيم التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2013-2023)، يتضح لنا ضآلة قيم التداول لسوق الصكوك والسندات واتسامه بقلة النشاط، وهو ما يبينه الجدول التالي:

الجدول 03: تطور قيمة التداول لكل من سوق الأسهم وسوق الصكوك والسندات السعودية (2013-2023)

نسبة قيمة تداول الصكوك لإجمالي السوق(%)	قيمة التداول(ر.س)			السنة
	إجمالي السوق	سوق الصكوك	سوق الأسهم	
0,00%	1 369 668 498 087,90	2 706 200,00	1 369 665 791 887,90	2013
0,01%	2 146 619 959 870,60	108 062 950,00	2 146 511 896 920,60	2014
0,03%	1 661 074 602 400,00	452 549 270,00	1 660 622 053 130,00	2015
0,04%	1 157 437 034 851,30	449 950 650,00	1 156 987 084 201,30	2016
0,00%	836 303 059 412,32	27 925 600,00	836 275 133 812,32	2017
0,06%	871 433 198 038,02	563 514 530,00	870 869 683 508,02	2018
0,57%	885 195 368 743,30	5 056 293 952,72	880 139 074 790,58	2019
1,77%	2 125 337 607 462,63	37 538 032 969,22	2 087 799 574 493,41	2020
1,34%	2 266 189 423 933,88	30 289 183 257,16	2 235 900 240 676,72	2021
0,70%	1 720 026 369 647,80	11 986 151 723,41	1 708 040 217 924,39	2022
1,41%	1 352 124 334 497,80	19 002 399 959,38	1 333 121 934 538,42	2023
%0,64	16 391 409 456 945,60	105 476 771 061,89	16 285 932 685 883,70	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: التقارير الإحصائية السنوية لشركة تداول السعودية (2013-2023)

من خلال استقراءنا لمعطيات الجدول السابق، نلاحظ أن هناك انخفاض لحجم سوق الصكوك مقارنة بسوق الأسهم، حيث شكلت قيم تداول الصكوك بالنسبة إلى إجمالي السوق نسباً جَدَّ ضئيلة ومنعدمة أحياناً (ما بين 0,00% و 1,77% فقط) خلال الفترة (2013-2023). إلا أنه ونظراً للتزايد المستمر في عدد وقيم الإصدارات الحكومية من الصكوك، وإدراج هذا النوع من الإصدارات في السوق المالية السعودية (تداول)، فإنها سجلت زيادة في نسبة مساهمة سوق الصكوك خلال الفترة (2019-2023) وكانت أعلى قيمة لها خلال سنة 2020 بقيمة تداول للصكوك فاقت ب 37 مليار ريال سعودي.

كما يمكن تقييم مستوى نشاط سوق الصكوك السعودي، بالاعتماد على مؤشر آخر ألا وهو مؤشر عدد الصفقات الذي يمكن بيانه من خلال الجدول التالي:

الجدول 04: تطور عدد الصفقات المنفذة لسوق الأسهم وسوق الصكوك والسندات السعودية (2013-2023)

نسبة عدد الصفقات في سوق الصكوك إجمالي السوق (%)	عدد الصفقات المنفذة (صفقة)			السنة
	إجمالي السوق	سوق الصكوك	سوق الأسهم	
0,00002%	28 967 701	7	28 967 694	2013
0,00003%	35 761 100	9	35 761 091	2014
0,00002%	30 444 210	7	30 444 203	2015
0,00001%	27 273 689	4	27 273 685	2016
0,00004%	21 895 289	8	21 895 281	2017
0,00018%	25 011 929	44	25 011 885	2018
0,00065%	28 395 978	185	28 395 793	2019
0,00618%	76 687 803	4 741	76 686 329	2020
0,00381%	91 868 756	3 502	91 866 406	2021
0,00907%	87 904 819	7 975	87 899 022	2022
0,06394%	94 055 763	60 140	94 015 162	2023
0,01398%	548 267 037	76 622	548 216 551	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير الإحصائية السنوية لشركة تداول السعودية (2013-2023)

عند تحليل المعطيات أعلاه، يتضح جلياً ضعف نشاط سوق الصكوك من حيث عدد الصفقات المنفذة في مقابل عددها بسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2013-2023)، حيث تربو نسبة عدد الصفقات في سوق الصكوك إلى إجمالي السوق من الصفر (من 0,00001% إلى 0,06394%) فقط وهو ما يدل على الضعف الشديد لعدد الصفقات المنفذة لسوق الصكوك، والذي بلغ إجماليها 76 622 صفقة فقط طول فترة الدراسة، مقارنة بعدد الصفقات المنفذة لسوق الأسهم الذي فاق 548 مليون صفقة منفذة خلال نفس الفترة. ويُعزى ذلك لطبيعة السوق ونشاط المتداولين فيها فتشهد سوق الأسهم تعاملات يومية نشطة وتبادل مستمر للأسهم على عكس سوق الصكوك التي تكون أقل نشاطاً بالنظر للطبيعة الاستثمارية والتجارية لها.

خاتمة:

استعرضنا من خلال هذه الورقة البحثية موضوع كفاءة الأسواق المالية الذي حاز على اهتمام بالغ في الاقتصاديات العالمية ومن بينها الاقتصاد السعودي. من خلال تطرقنا بشيء من التفصيل إلى دور الصكوك الإسلامية في الرفع من مستوى كفاءة السوق المالي السعودي، حيث تؤدي مجموعة تداول السعودية والشركات التابعة لها دوراً هاماً في تطوير سوق المال، حتى تصير المملكة وجهة استثمارية جذابة للمصدرين والمستثمرين على حد سواء.

ومن خلال هذه الورقة البحثية خلصنا إلى النتائج التالية:

- تستفيد مجموعة تداول السعودية من تكامل خدمات شركاتها والأعمال المشتركة، حيث أن استقلالية الشركات توفر بيئة عمل تتسم بالمرونة والابتكار لمواكبة التطورات السريعة في الأسواق العالمية والمحلية؛
- انخفاض لحجم سوق الصكوك مقارنة بسوق الأسهم السعودي، حيث شكلت كل من قيم التداول وعدد الصفقات المنفذة في سوق الصكوك مقارنة بإجمالي السوق نسباً جَدَّ ضئيلة ومنعدمة أحياناً خلال الفترة الممتدة (2013-2023)؛
- سجلت السوق المالية السعودية تحسناً كبيراً في مؤشري القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة به خلال الفترة (2013-2021) خاصة في ظل الأزمة الوبائية لفيروس كوفيد 19 التي أكدت كفاءة السوق المالية من خلال الاستخدام الواسع لنظام التداول الإلكتروني؛
- تمكنت السوق المالية السعودية من التصدي لتداعيات الأزمة الوبائية كوفيد 19 والآثار السلبية الناجمة عن تدني أسعار النفط؛ لتحقيق أداءٍ مرضياً لمختلف المؤشرات (أحجام التداول ومؤشرات السيولة)، حيث اتسمت السوق بدرجة عالية من التنوع في الأنشطة والقطاعات التابعة لها؛
- تعزيز البنى التحتية للسوق المالية وتوفير البيئة المناسبة يساهم إلى حدٍ كبير في تنشيط السوق المالية؛ ومن بين المقترحات التي يمكن أن تسمح بالرفع من كفاءة السوق المالية السعودية ما يلي:
- ضرورة معالجة ضعف التداولات في سوق الصكوك، سواء بتخفيض عمولة التداول أو بدعم السوق بصكوك قابلة للتحويل إلى أسهم؛
- تعزيز درجة الوعي والثقة المالي لدى الجمهور بالمكاسب التي يتيحها الاستثمار في الأدوات المالية عموماً والصكوك الإسلامية بشكل خاص؛
- تعزيز الدراسات والبحوث العلمية التي تعنى بتحليل وتحديد مستوى تحسُّن أداء سوق المال السعودية وكفاءتها على المدى القصير لمعرفة أثر التشريعات والأنظمة والإجراءات التي تُطبَّق على السوق خلال فترات متعاقبة؛
- تعزيز الثقة والمصداقية في المعلومات المفصّل عنها إلكترونياً من قبل السوق المالي.

قائمة المراجع:

1. البنك المركزي السعودي. (2021). التقرير السنوي السابع والخمسون. المملكة العربية السعودية
2. البنك المركزي السعودي. (2023). التقرير السنوي التاسع والخمسون. المملكة العربية السعودية؛
3. خالد عبدالله بن ريعان. (2020). سوق المال السعودية -نشأتها وأداؤها وكفاءتها-. المملكة العربية السعودية: معهد الإدارة العامة-مركز البحوث والدراسات.
4. محمد علي القرني بن عيد. (2009). الصكوك الإسلامية(التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. : الدورة التاسعة عشرة لإمارة الشارقة، مجمع الفقه الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة.
5. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2017). المعايير الشرعية-النص الكامل للمعايير الشرعية-. المنامة -البحرين: مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر.
6. التقارير الإحصائية السنوية لشركة السوق المالية السعودية (تداول) للسنوات (2013-2023)
7. وليد عوجان. (2015). الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة. الإمارات العربية المتحدة: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري ، دبي.
8. زياد جلال الدماغ. (2012). الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية. دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان.
9. صندوق النقد العربي. (2022). نشرة التمويل الإسلامي بالدول العربية العدد الرابع. الإمارات العربية المتحدة؛
10. عاطف وليم أندراوس. (2008). أسواق الأوراق المالية -بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها-. دار الفكر الجامعي، الإسكندرية.
11. فيصل محمود الشواورة. (2008). الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعملية-. عمان/الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
12. أحمد عكاشة عزيزي، عبد السلام بلبالي، و أسماء بللعماء. (2021, 10 01). كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة قياسية للفترة (2010-2020). مجلة الاقتصاد الجديد ، الصفحات 274-287.
13. أحمد محمد حسن النجار، أنور حسن عبد الله عثمان، و حبيب الله زكريا. (2020, 06 15). إدراج وتداول الصكوك في السوق الثانوية: دراسة حالة المملكة العربية السعودية. مجلة دراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية ، الصفحات 555-579.
14. إكرام بومرزاق، و مكي مكاوي. (جوان, 2023). متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية- دراسة تحليلية لقياس أداء بورصة الكويت-. المنصة الجزائرية للمجلات العلمية *ASJP* ، الصفحات 404-415.
15. آمال فراح مصطفىاوي، و نجاة عيسى. (2018). فعالية التداول الالكتروني في تحسين مؤشرات كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية(دراسة حالة سوق فلسطين للأوراق المالية). مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- العدد الاقتصادي- ، الصفحات 281-294.
16. آمال فراح مصطفىاوي، و نجاة عيسى. (2022). تداعيات جائحة فيروس كورونا على كفاءة أسواق الأوراق المالية الخليجية- دراسة حالة بورصة البحرين-. *Revue Algérienne d'Economie et gestion* ، الصفحات 140-154.

17. جملة الجوزي، و صفية العمري. (2017). تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية: دراسة حالة بورصة (الإمارات، السعودية، الكويت). مجلة الاقتصاد الجديد ، الصفحات 117-132.
18. حسيبة برحمة بخرشي، و أمينة بركان. (2022). دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامي-التجربة الماليزية-. مجلة الاقتصاد الجديد ، الصفحات 360-375.
19. حمزة غربي، و وفاء جبلاحي. (مارس، 2018). الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي - جامعة المسيلة- ، الصفحات 136-148.
20. حيدر علي كاظم الفتلاوي، و سن خيفه عبد الرضا الساعدي. (01 جوان، 2022). دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة /مراجعة وتقييم. مجلة العلوم الإنسانية والطبيعية ، الصفحات 308-331.
21. راشد بن خالد بن راشد المقبل، و عبد الرحمن بن مساعد المقرن. (يونيو/حزيران، 2023). تقييم المستوى الضعيف من الكفاءة: دراسة حالة السوق المالية السعودية (2000-2023) ، الصفحات 313-328، المجلة العربية للإدارة.
22. سعيدة لقوي، و مصطفى بورنان. (31 مارس، 2022). الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشاريع التنموية -بعض التجارب العالمية-. مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة ، الصفحات 334-347.
23. سلوى ملاك، و لولو بوخاري. (12 جويلية، 2021). تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر في ظل نظام الصيرفة الإسلامية. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة ، الصفحات 159-179.
24. صفية العمري، و جملة الجوزي. (01 جوان، 2021). تأثير إصدارات الصكوك الإسلامية على كفاءة أداء سوق رأس المال الماليزي- دراسة قياسية (2004-2019). الصفحات 108-130. مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية.
25. عبد الحق بوعتروس. (/ 05، 2022). مساهمة نظام التداول الالكتروني في ترقية أداء الأسواق المالية - السوق المالية السعودية نموذجا (2012-2021). المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية/المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية، السياسية والاقتصادية، الصفحات 232-257.
26. عبد الله عيجولي، و خالد عيجولي. (13، 12، 2022). معوقات الصكوك الإسلامية وسبل نجاحها. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية ، الصفحات 139-147.
27. عبدالكريم أحمد قندوز. (2022). الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي. أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة: دراسات معهد التدريب وبناء القدرات/ صندوق النقد العربي.
28. عزالدين شرون. (31، 12، 2019). أثر الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. الصفحات 61-69. مجلة آراء للدراسات الاقتصادية والإدارية.
29. فاطنة بوخاري. (31 ديسمبر، 2017). دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي -التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية-. الصفحات 55-70. مجلة إقتصاد المال والأعمال.
30. فريدة تلي، و الزهرة بن بريكة. (09، 11، 2020). فعالية اصدار الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية (دراسة ميدانية للأسواق المالية الإسلامية: ماليزيا، باكستان، أندونيسيا في الفترة 2001-2009) ، الصفحات 19-40. مجلة العلوم الإنسانية.
31. مجموعة تداول السعودية. (2021). نشرة إصدار شركة مجموعة تداول السعودية القابضة، 01-509. المملكة العربية السعودية

32. محسن بن الحبيب. (15, 01, 2019). الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية. مجلة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية-قسنطينة الجزائر- ، الصفحات 993-1025.
33. محمد حمو، و جعفر هني محمد. (27, 11, 2013). الصكوك الإسلامية كأداة لضمان استقرار السيولة في البورصة. دفاتر البحوث العلمية ، الصفحات 347-368.
34. أبو راوي عيسى قبّقب، و صالح يونس بلاعو. (2022). الصعوبات التي تواجه المصارف الإسلامية الليبية في استخدام صكوك المضاربة كأداة من أدوات الهندسة المالية -دراسة تطبيقية على المصرف الإسلامي الليبي-. المؤتمر الأكاديمي الخامس لدراسات الاقتصاد والأعمال بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية-جامعة مصراته المصارف الإسلامية.. بين الواقع والمأمول (الصفحات 299-326). مصراتة- ليبيا: كلية الاقتصاد والعلوم السياسية- جامعة مصراتة- ليبيا.
35. مجموعة تداول السعودية. من تداول السعودية: <https://www.saudiexchange.sa> / تاريخ الاسترداد 29, 01, 2024.
36. مجموعة تداول السعودية. (بلا تاريخ). سوق الصكوك والسندات. تاريخ الاسترداد 11, 03, 2024، من <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/trading/market-services/sukuk-and-bonds?locale=ar>.
37. Laounia BENZEKKOURA. (11, 2019). **Sukuk and economic development (Prospects and Challenges) Refer to the experience of Malaysia.** 193-179. *Journal of Economics and Human Development*.
38. M CHAFFIN. (2013). **Introduction to Corporate Finance .USA :** university of Texas at Dallas.
39. Suleiman ABDI DUALEH. (1998). **Islamic Securitisation: Practical Aspects .the World Conference on Islamic Banking .** Geneva, Switzerland: Geneva July 8 9, 1998. This is adapted and updated from a paper given by Mr. Dualeh at the Noga Hilton,.
40. *يوجين فاما Eugene Fama المولود في 1939/02/14 بوسطن أمريكا، عالم اقتصادي أمريكي حائز على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2013، من أبرز أعماله تطويره لفرضية كفاءة السوق.
- ** فيصل محمود الشواورة. أستاذ علم الإدارة المالية بجامعة مؤتة- الأردن