

دور إصدار الصكوك الإسلامية في ترقية أسواق رأس المال

دراسة حالة بورصة الجزائر

The Role of Islamic Sukuk Issuance in Promoting Capital Markets: A Case Study of the Algerian Stock Exchange

بحري هشام^{1*}، محزم حسينة²

¹ جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري، bahrihichem19@gmail.com

² جامعة ألكلي محند أولحاج – البويرة، h.mhazem@univ-bouira.dz

تاريخ القبول: 2025/11/15

تاريخ الاستلام: 2025/09/07

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الصكوك الإسلامية كأداة مالية رائدة في ترقية أسواق رأس المال مع التركيز على سبل تفعيلها على مستوى بورصة الجزائر، وذلك بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي. وتبين النتائج المتوصل إليها أن توجه الجزائر إلى إصدار الصكوك الإسلامية لأول مرة، يعد خيارا صائبا في ظل الديناميكية التي يشهدها سوق الصكوك الإسلامية على الساحة الدولية، حيث تساهم الصكوك الإسلامية في الدفع بالنمو الاقتصادي للدول و تنمية أسواق رأس مالها، و تعد بديلا لتمويلها للحكومات و الشركات على حد سواء، و عامل جذب للمستثمرين على نطاق أوسع. و خلصت الدراسة إلى أن إصدار الصكوك الإسلامية يمكن أن يلعب دورا بارزا في ترقية أداء بورصة الجزائر إذا ما وفرت الهيئات المالية الجزائرية الظروف المواتية من أجل تطبيقها و استطاعت التغلب على التحديات التي تواجهها سيما توسيع قاعدة المستثمرين، تبني الإطار القانوني و التنظيمي المناسب، الاستفادة من خبرة الهيئات الدولية ذات الصلة، تطوير البنية التحتية للسوق و حوكمة الشريعة الإسلامية.

كلمات مفتاحية: الصكوك الإسلامية، أسواق رأس المال، بورصة الجزائر.

تصنيف JEL: G15, G18, G20

Abstract :

This study aims to examine the role of Islamic sukuk as a key financial instrument in developing capital markets, with a specific focus on its potential implementation within the Algerian Stock Exchange. Using a descriptive analytical approach, the study finds that Algeria's inaugural decision to issue sukuk is sound, given the dynamism of the global Islamic finance market. The results indicate that sukuk can serve as a viable financing alternative for governments and corporations, stimulate economic growth, and attract a broader investor base. The study concludes that Islamic sukuk can significantly promote the Algerian Stock Exchange, provided that financial authorities create favorable conditions by addressing key challenges. These include expanding the investor base, establishing a robust legal and regulatory framework, leveraging international expertise, and enhancing market infrastructure and Shari'ah governance.

Keywords : Islamic Sukuk, Capital Markets, Algerian Stock Exchange.

Jel Classification Codes : G15, G18, G20

1. مقدمة

الصكوك هي أداة مالية إسلامية تلعب دورا محركا لعجلة التنمية الاقتصادية لمختلف الدول في وقتنا الراهن، حيث تتمتع الصكوك بقدرة معتبرة لتصبح أداة تمويل بديلة للشركات و للحكومات، كما تعد خيارا هاما للعديد من المستثمرين في الدول الإسلامية و غير الإسلامية. و قد شهدت سوق الصكوك الإسلامية نموا معتبرا خلال السنوات الأخيرة، حيث يشير آخر تقرير لمجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB الصادر في عام 2024 أن الصكوك الإسلامية تستحوذ على 25,16% من إجمالي أصول قطاع الخدمات المالية الإسلامية العالمية في عام 2023، فقد بلغت قيمة الصكوك المستحقة 850 مليار دولار أمريكي في عام 2023، مما يعكس نموا على أساس سنوي نسبته 2.45%. و يعزى هذا الطلب القوي على الصكوك إلى الاكتتاب في الإصدارات الرئيسية من طرف دول مجلس التعاون الخليجي و دول اسلامية أخرى كماليزيا و إندونيسيا و تركيا (IFSB, 2024) . و قد استحوذت الإصدارات السيادية على أكثر من نصف إجمالي الإصدارات مقارنة بإصدارات الشركات، على الرغم من أن مشاركة الشركات في سوق الصكوك قد تحسنت بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة. و أمام هذه الديناميكية التي يشهدها سوق الصكوك الإسلامية الدولية، تسعى الجزائر جاهدة خلال السنوات الأخيرة إلى الاعتماد على التمويل الإسلامي في تمويل التنمية الاقتصادية، حيث تشكل الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المالية التي تسعى الهيئات المالية الجزائرية للاعتماد عليها في جذب مدخرات المستثمرين و الجمهور المهتمين بالاستثمار في أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية و كذا تنويع مصادر تمويل الاستثمارات العمومية و الشركات الجزائرية، و تحفيز الطلب على الأوراق المالية في بورصة الجزائر .

و لتحقيق هذا المسعى، عرفت الجزائر إطلاق أول سندات تساهمية مطابقة للشريعة الإسلامية على شكل صكوك، حيث تحصلت شركة أوم إنفاست AOM Invest في 30 جوان 2024 على تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB تحت رقم 02-2024 لإصدار سندات تساهمية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، تم اعتمادها من طرف المجلس الإسلامي الأعلى. كما تنوي الهيئات المالية الجزائرية طرح صكوك سيادية لأول مرة بموجب قانون المالية لسنة 2025 تتولى الخزينة العمومية إصدارها لتمويل مشاريع البنية التحتية في الجزائر .

و يمكن لإصدار الصكوك أن يكون بمثابة أداة هامة لتعزيز و ترقية أسواق رأس المال، لا سيما في مجال التمويل الإسلامي. فتوجه الهيئات المالية الجزائرية نحو طرح الصكوك الإسلامية من

شأنه أن يلعب دورا بارزا في ترقية بورصة الجزائر و التحسين من أدائها إذا ما تم التغلب على مختلف التحديات المطروحة و توافرت الظروف الملائمة لذلك. انطلاقا من ذلك تتمثل اشكالية البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

كيف يمكن تفعيل دور الصكوك كأداة مالية إسلامية من أجل ترقية بورصة الجزائر؟

و يندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- فيما تكمن الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية؟
- هل تعد الصكوك الإسلامية بديلا تمويليا للحكومات و الشركات؟
- ما هي التحديات التي تواجه الجزائر لتطوير سوق الصكوك الإسلامية من أجل تحسين نشاط بورصة الجزائر؟

فرضيات الدراسة:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة تم وضع الفرضيات التالية:

- الصكوك الإسلامية أداة مالية إسلامية توفر العديد من الفوائد لاقتصاديات الدول.
- الصكوك الإسلامية بديل تمويلي للحكومات و الشركات.
- تواجه الجزائر عدة تحديات من أجل تطوير سوق الصكوك الإسلامية و تنظيمها لتحسين نشاط بورصة الجزائر و ترقية أدائها.

أهداف الدراسة:

تكمن أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

- التعرف على أهمية الصكوك الإسلامية في تنمية اقتصاديات الدول و ترقية أسواق رأس المال.
- الوقوف على الديناميكية التي تشهدها سوق الصكوك الإسلامية على الساحة الدولية.
- التطرق إلى الأسباب الرئيسية التي دفعت بالهيئات المالية الجزائرية إلى طرح الصكوك الإسلامية لأول مرة في الجزائر

- اجراء قراءة في التجربة الأولى لطرح الصكوك الإسلامية على مستوى بورصة الجزائر
- الوقوف على أهم التحديات التي تواجه الهيئات المالية الجزائرية في تفعيل دور الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر من أجل تنشيطها و ترقية أدائها .

منهجية الدراسة:

سنعتمد خلال هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي باعتباره يتلاءم مع اشكالية البحث في التعرف على سبل تفعيل دور الصكوك الإسلامية في ترقية أسواق رأس المال مع التركيز على بورصة الجزائر، و ذلك من خلال وصف و تحليل مختلف المعلومات و الدراسات ذات الصلة بموضوع البحث و استنباط أهم النتائج المتوصل إليها.

2. الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية احدى أدوات التمويل الإسلامي التي لاقت رواجاً واسعاً في مختلف الأسواق المالية الدولية في وقتنا الراهن، حيث تسعى الحكومات و الشركات من خلال إصدارها للصكوك بمختلف هياكلها إلى جمع الأموال لتمويل استثماراتها و مشاريعها التنموية. و قد استطاعت الصكوك من جذب فئات مختلفة من المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم في استثمارات آمنة و متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية لتصبح بذلك سوق الصكوك الإسلامية احدى أكثر الأسواق جاذبية للقيام بالتمويل و الاستثمار.

1.2 ماهية الصكوك الإسلامية و خصائصها

تعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI الصكوك بأنها: " شهادات ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً غير مجزأة في ملكية الأصول الملموسة وحقوق الانتفاع والخدمات أو (في ملكية) أصول مشاريع معينة أو نشاط استثماري خاص " (AAOIFI, 2004, p. 298). كما عرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB الصكوك بأنها " شهادات تمثل حصص ملكية في أصول ملموسة Tangible Assets أو مشاريع تجارية متوافقة مع قواعد ومبادئ الشريعة، مما يميزها عن السندات التقليدية " (IFSB, 2009, p. 3).

و بحسب السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM يمكن تعريف الصكوك " بأنها ورقة تجارية توفر للمستثمر ملكية في أصل أساسي. وهي عبارة عن شهادة ثقة تثبت ملكية أحد الأصول أو حق انتفاعه (الأرباح أو الثمار) لها دخل ثابت ويتوافق مع مبدأ الشريعة الإسلامية. على عكس السندات التقليدية، تحتاج الصكوك إلى وجود معاملة أصول ملموسة إما في الملكية أو في عقد إيجار رئيسي " (IIFM, 2011, p. 3).

انطلاقاً من التعريف السابقة يمكن القول أن مصطلح الصكوك الذي يمثل جمع صك يشير إلى أداة مالية أو شهادة تدل على حصة مملوكة في أصول أو أنشطة تجارية متوافقة مع الشريعة

الإسلامية مع الحق في الحصول على الأرباح وعائدات التصفية الناتجة عن هذه الأصول أو الأنشطة التجارية. و هي تختلف عن السندات التقليدية في كونها تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية التي تحظر معاملات الديون بفائدة، و أنها قائمة على الأصول و غير قائمة على الديون. من جانب آخر، تشبه الصكوك الإسلامية السندات التقليدية في أن كلاهما أداة مالية لجمع الأموال، و يحصل المستثمرون فيهما على عائد مالي نظير استثماراتهم، كما يمكن تداولهما في أسواق رأس المال. و يمكن ايجاز خصائص الصكوك الإسلامية وفق ما يلي:

- أنها تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية و أنها تمثل ملكية مرتبطة بمشروع خاص. .
- أنها مدعومة بأصول حقيقية.
- يحقق المستثمرون في الصكوك أرباحا من الأصل الأساسي.
- يكون عائد الصكوك مرتبطا بأداء المشروع، حيث يتحمل حاملو الصكوك الربح و الخسارة حسب أداء المشروع.

- في حالة فشل المشروع أو النشاط الاستثماري المتعهد به، فهناك فرصة لإعادة الأموال إلى المستثمرين عن طريق بيع أصول المشروع.

و تنقسم الصكوك الإسلامية إلى عدة أنواع رئيسية بحسب عقود الشريعة الإسلامية فهناك صكوك الاجارة التي يحصل بموجبها المستثمرون على إيجار من الأصول الأساسية التي تؤجرها الجهة المصدرة، و صكوك المرابحة التي تتضمن قيام الجهة المصدرة بشراء أصل وبيعه للتعيل بهامش ربح متفق عليه مسبقا، أما صكوك المضاربة التي يقدم بموجبها المستثمرون رأس المال وتقوم الجهة المصدرة بإدارة الاستثمار في الأنشطة التجارية، ويتقاسمون الأرباح حسب النسب المتفق عليها مسبقا، في حين أن صكوك المشاركة فيتشارك فيها جميع الشركاء في رأس المال مع تقاسم الأرباح والخسائر. و هناك أيضا صكوك السلم التي تتمثل في شهادات متساوية القيمة تصدر بغرض تعبئة الأموال، فبموجبها يتمكن المشتري من الحصول على الأصول عن طريق الدفع المسبق بسعر مخفض ثم يبيع الأصول بعد ذلك عند التسليم. أما بالنسبة لصكوك الاستصناع فتستخدم أموالها عادة في تمويل إنشاء أو تصنيع مشروع أو أصل ما.

2.2 آلية الصكوك

تشبه آلية الصكوك إلى حد كبير عملية التوريق، فهي عملية تحويل الأصول إلى أوراق مالية قابلة للتداول يمكن بيعها لمستثمري الصكوك مقابل حصولهم على عوائد ترتبط بأداء تلك الأصول

(Hasan, 2022). و تمر عملية إصدار الصكوك في أسواق رأس المال بعدة مراحل هي: دراسة جدوى المشروع من طرف المصدر للصكوك، تحديد هيكله الصكوك و مدى توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية الإعلان عن الصكوك و طرحها للاكتتاب، تجميع الأموال و استثمارها، تداول الصكوك في السوق الثانوية، سداد عوائد الصكوك للمستثمرين، و في الأخير اطفاء الصكوك في نهاية المشروع (قندوز، 2022).

و تعد مرحلة هيكله الصكوك من أهم المراحل التي يتم فيها تحديد طبيعة الصكوك المراد طرحها، و التي يجب أن تكون بموجب عقد من عقود الشريعة الإسلامية، حيث تنقسم الصكوك حسب هيكلها إلى قسمين هما (Zolfaghari, 2017, p. 8):

أ- صكوك قائمة على الأصول: بموجب هذه الصكوك يتم تجميع الأموال، و تغطية رأس المال الأساسي من قيمة الأصول. و تستند مدفوعات الصكوك على مدفوعات الأصول أو مقابلها، ومع ذلك لا يملك المستثمرون حق الرجوع على الأصول في حالة التخلف عن السداد أو الإعسار. ب- صكوك مدعومة بالأصول: حيث يتم تجميع الأموال و تغطية رأس المال الأساسي بقيمة الأصول ولكن العوائد وإعادة الدفع لحاملي الصكوك يتم تمويلها مباشرة من هذه الأصول. و في ظل هذا الهيكل، هناك تحويل قانوني للأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص، وبالتالي في حالة التخلف عن السداد يكون للمستثمرين حق الرجوع على الأصول.

و وفقا لهذا التقسيم، عادة ما تكون صكوك الإيجار قائمة على الأصول أما بقية الأنواع الأخرى فتكون مدعومة بالأصول (Meager, 2017).

إن طرح الصكوك للاكتتاب غالبا ما يتم من طرف الشركة ذات الغرض الخاص SPV و التي تتولى عملية الدفع لحاملي الصكوك من التدفقات النقدية التي تنتجها الأصول المستند إليها في عملية التصكيك، والتي يتم وضعها من طرف الجهة المصدرة في الشركة ذات الغرض الخاص SPV كجزء من العقد مما يوفر لحاملي الصكوك الحماية و الأمان. و بشكل عام، تشارك عدة أطراف في عملية إصدار الصكوك و التي تتمثل في:

- المكتتبون: و هم حاملو الصكوك أو المستثمرون في شراء الصكوك.
- جهة الإصدار أو المنشئ: قد تكون جهة حكومية أو شركة خاصة أو مؤسسة مالية تحتاج إلى رأس مال من أجل تمويل مشاريعها، و التي تحدد الأصول التي تستند عليها عملية إصدار الصكوك و يتم تحويلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV.

- الشركة ذات الغرض الخاص SPV: الشركة ذات الغرض الخاص هي كيان منفصل يتم تشكيله خصيصا للقيام بعملية إصدار الصكوك و بيعها للمستثمرين. وتعتبر الشركة ذات الغرض الخاص هي المشتري للأصل من المنشئ أو جهة الإصدار، كما تتولى إدارة الأصول المملوكة بالنيابة عن حملة الصكوك و تضمن حماية مصالحهم.
- أمين الاستثمار Trustee: يعمل هذا الطرف على حماية مصالح حاملي الصكوك، والإشراف على أنشطة الشركة ذات الغرض الخاص.
- الهيئة الشرعية: و هي الجهة المسؤولة عن تقديم الرأي والمشورة بشأن المسائل الشرعية المتعلقة بعملية إدارة الصكوك منذ مرحلة طرح الصكوك للاكتتاب إلى غاية إطفاءها، و تتكون الهيئة الشرعية من فقهاء يتمتعون بخبرة في الشريعة الإسلامية و القانون.
- هيئة حاملي الصكوك: و هي عبارة عن جمعية تضم أعضاء من حاملي الصكوك مهمتها تكمن في تمثيل المصالح المشتركة لأعضائها أمام الشركة ذات الغرض الخاص أو أمام الجهات القضائية، و تناقش اجتماعاتها كل ما تعلق بالصكوك كالعوائد المتوقعة أو تواريخ الوفاء بالصكوك.
- وكالات التصنيف الائتماني: و غرضها تقييم الجدارة الائتمانية للجهات المصدرة للصكوك كالحكومات أو الشركات من حيث قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه حاملي الصكوك، حيث تمنح هذه الوكالات الثقة للمستثمرين مما يساهم في التعرف عن الفرص و المخاطر التي تتطوي عليها استثماراتهم، كما تساعد الجهات المصدرة للأدوات المالية للتعرف على مخاطر هذه الأدوات مما يساعد على التقليل من تكلفة حصولها على التمويل.

3.2 دور الصكوك الإسلامية في تنمية الاقتصاد

تقدم الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة مالية إسلامية العديد من الفوائد لاقتصاديات الدول، حيث تعد محفزا للنمو الاقتصادي و لتنمية أسواق رأس المال لا سيما في البلدان النامية. كما أن طبيعتها الفريدة وامتثالها لمبادئ الشريعة الإسلامية تجعلها بديلا عمليا للتمويل التقليدي، مما يعزز تطوير البنية التحتية وتحسين الرفاهية العامة. و يتعدد دور الصكوك الإسلامية في تنمية الاقتصاد من عدة جوانب هي:

1.3.2 دعم النمو الاقتصادي

يؤدي إصدار الصكوك الإسلامية إلى دعم النمو الاقتصادي للدول، حيث تشير العديد من الدراسات كدراسة (Smaoui & Nechi, 2017) ودراسة (Gürbüz, Tatliyer, & Kiliç, 2023) إلى أن ارتفاع مستويات إصدار الصكوك يساهم في التأثير الإيجابي على النمو الاقتصادي. وكمثال على ذلك، ساهمت الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلى جانب مكونات سوق رأس المال الأخرى في دعم النمو الاقتصادي لماليزيا على المدى الطويل من خلال تحفيز الاستثمار للحكومة و للشركات مما ساهم في دعم التنمية الاقتصادية (Tan & Mohamed Shafi, 2021).

2.3.2 تطوير البنية التحتية

تلعب الصكوك الإسلامية دورا أساسيا في تمويل مشاريع البنية التحتية واسعة النطاق، مما يساعد جهود الحكومة والشركات في تحسين البنية التحتية الوطنية و التنمية، مثل تمويل الطرق والمرافق و قطاع الطاقة، والتي تعتبر ضرورية للتنمية الاقتصادية (Affandi, Harahap, & Nawawi, 2024). كما يمكن للصكوك أن تمويل المشاريع والمبادرات الصديقة للبيئة، بما يتماشى مع أهداف التنمية المستدامة (Mahmudah, Ghazali, & Ritonga, 2022).

على سبيل المثال، في إندونيسيا تم توجيه إصدار الصكوك نحو تطوير البنية التحتية والقطاعات كثيفة العمالة والاستفادة المثلى من الإمكانيات الإقليمية والتي تعتبر أساسية للنمو الاقتصادي. وقد أظهرت سوق الصكوك الإندونيسية نموا كبيرا، مع ارتفاع الطلب عليها في كثير من الأحيان بما يفوق العرض، مما يشير إلى فعاليتها في تعبئة الموارد للمشاريع الوطنية (Esso, Amiruddin, & Abdullah, 2024).

3.3.2 تنمية سوق رأس المال

تساهم الصكوك بشكل كبير في تطوير سوق رأس المال من خلال تعزيز سيولة و عمق السوق بإدخال المزيد من الأطراف المهتمة بالاستثمارات الأخلاقية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حيث توفر الصكوك الإسلامية تدفقات نقدية ثابتة للمستثمرين يحصلون بموجبها على حصص أرباح من الأصول الأساسية على فترات منتظمة. بالإضافة إلى ذلك، تخلق أسواق الصكوك فرصا فعالة لتنويع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين الدوليين والإقليميين من أجل التقليل من المخاطر و كسب المزيد من الأرباح. و قد أظهرت التجارب أن إصدار الصكوك يساعد على تطوير أسواق رأس المال الإسلامية بجعلها قوة رئيسية في التمويل العالمي (Wong & Bhatti, 2019). ويتضح هذا بشكل خاص في

مناطق مثل شرق آسيا و الخليج العربي، حيث أصبحت الصكوك جزءا مهما من المشهد المالي (Majumdar & Puthiya, 2021).

4.3.2 تحقيق الاستقرار المالي

تساهم الصكوك في تحقيق الاستقرار النقدي من خلال التخفيف من مخاطر الديون الخارجية ودعم التنمية المستدامة، مما يؤثر إيجابا على التضخم وأسعار الصرف (Amal, Faiz, & Bintara, 2024). كما أن زيادة حجم المعاملات في أسواق الصكوك يؤدي إلى توفير السيولة وهو أمر ضروري لاستقرار سوق رأس المال (Baykut, 2024).

و يلاحظ خلال الأزمات المالية أن إصدار الصكوك يمكن أن يؤدي إلى ردود فعل إيجابية في السوق، مثلما حدث ذلك في إندونيسيا أين وفرت الصكوك الاستقرار وجذبت المستثمرين الباحثين عن أصول أقل مخاطرة (Mahomed, Ramadilli, & Ariff, 2018).

5.3.2 تعزيز الشمول المالي

تعزز الصكوك الإسلامية من الشمول المالي من خلال توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وبالتالي جذب قاعدة أوسع من المستثمرين (Esso, Amiruddin, & Abdullah, 2024). حيث تمتاز أسواق الصكوك بقدرتها على تلبية احتياجات المستثمرين المتوافقين مع الشريعة الإسلامية وغير المتوافقين مع الشريعة الإسلامية على حد سواء، وبالتالي توسيع قاعدة المستثمرين وتعزيز الشمول المالي من خلال الحد من الإقصاء الديني (Smaoui & Khawaja, 2017).

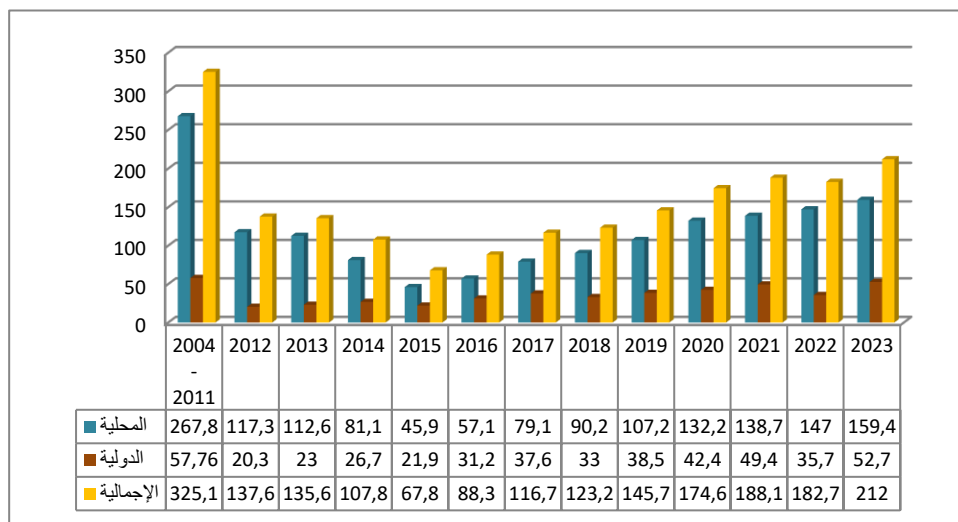
3. تطور سوق الصكوك الإسلامية

شهدت الصكوك باعتبارها أدوات مالية إسلامية نموا كبيرا في السنوات الأخيرة، مما يدل على تطور كبير في مجال التمويل الإسلامي. و قد تم اصدار أول صكوك إسلامية في العالم في ماليزيا خلال عام 1990 من طرف شركة Shell MDS (Malaysia) و سميت بصكوك الرينغييت Ringgit Sukuk بمبلغ 150 مليون رينغييت ماليزي، لتعرف سوق الصكوك زخما واسعا ابتداء من عام 2001 مع قيام شركة Guthrie Malaysia بإصدار أول صكوك للشركات في العالم، و في جوان 2002 قامت الحكومة الماليزية بإصدار أول صكوك سيادية في العالم بقيمة 600 مليون دولار أمريكي في شكل صكوك اجارة. وقد حظيت هذه الصكوك بإقبال كبير من طرف المستثمرين من مختلف أنحاء آسيا والشرق الأوسط وأوروبا والولايات المتحدة (Shahida & Sapiyi, 2013).

إن إصدار الصكوك الإسلامية يتيح تمويلا أكثر تنوعا للحكومات و الشركات على حد سواء، حيث عرفت إصدارات الصكوك العالمية تطورا ملحوظا من سنة 2004 إلى غاية 2023 بمبلغ إجمالي وصل 2005,76 مليار دولار، و قد تنوعت إصدارات الصكوك ما بين الصكوك المحلية و الصكوك الدولية، حيث كانت حصة الصكوك المحلية المصدرة أكبر بالمقارنة مع حصة الصكوك الدولية المصدرة خلال الفترة 2023-2004. و يبين الشكل (1) أدناه أن إصدار الصكوك المحلية قد شهد نموا معتبرا حيث تم إصدار ما مجموعه 1535,6 مليار دولار، و قد عرفت سنة 2023 أكبر إصدار للصكوك بمبلغ 159,4 مليار دولار مقارنة مع سنة 2022 التي سجلت مبلغا قدره 146,9 مليار دولار.

الشكل (1) : تطور إصدارات الصكوك الإسلامية للفترة 2023-2004

الوحدة: مليار دولار

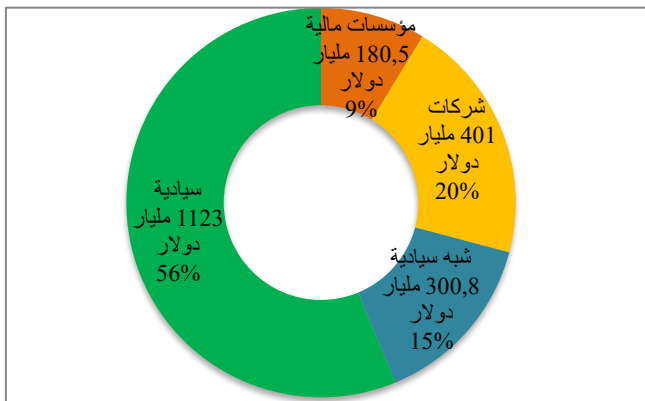


المصدر: من إعداد الباحثين بناء على تقرير IIFM (2024)

و من جهتها عرفت إصدارات الصكوك الدولية توسعا خلال الفترة 2023-2004 حيث وصل حجم إصداراتها الإجمالية مبلغ 470,16 مليار دولار، و قد سجلت سنة 2023 أكبر الإصدارات للصكوك الدولية بقيمة 52,7 مليار دولار بارتفاع قدره 17 مليار دولار عن سنة 2022 التي سجلت إصدار 35,7 مليار دولار.

و قد تنوعت الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية خلال الفترة 2004-2023 ، حيث يشير الشكل (2) إلى هيمنة الصكوك السيادية على حجم الإصدارات التي وصلت إلى 1123 مليار دولار و بنسبة 56% من مجموع الإصدارات الاجمالية للفترة، و هذا ما يدل على الطلب المتزايد للدول على إصدار الصكوك الإسلامية لغرض تمويل بنيتها التحتية و مشاريعها التنموية، و في مقدمة تلك الدول توجد ماليزيا التي تحتل الصدارة من حيث إصدار الصكوك السيادية متفوقة على نظيراتها من دول آسيا و دول مجلس التعاون الخليجي. و تأتي في المرتبة الثانية من ناحية الاصدار الصكوك الموجهة لتمويل الشركات بقيمة إصدار تقارب 401 مليار دولار و بنسبة 20% من اجمالي إصدارات الصكوك، تليها الصكوك شبه السيادية بحجم إصدارات 300,8 مليار دولار و بنسبة تبلغ 15% من اجمالي الإصدارات، و أخيرا المؤسسات المالية التي أصدرت ما يقارب 180,5 مليار دولار من الصكوك خلال الفترة و بنسبة تعادل 9% و هذا لغرض دعم سيولتها و نسب كفاية رأس مالها.

الشكل (2): توزيع إصدارات الصكوك حسب الجهات المصدرة خلال الفترة 2004-2023



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على تقرير IIFM (2024)

4. إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر:

تسعى الجزائر خلال السنوات الأخيرة إلى التحول التدريجي نحو الاعتماد على التمويل الإسلامي من خلال اعطائه وزنا أكبر في تمويل التنمية الاقتصادية في مقابل القنوات التمويلية التقليدية في صورة القروض المصرفية أو الأوراق المالية من أسهم و سندات بورصة الجزائر. و تشكل الصكوك الإسلامية احدى الأدوات المالية التي تتوي الهيئات المالية الجزائرية الاعتماد عليها في تنويع مصادر تمويل الاستثمارات العمومية و الشركات الجزائرية، حيث أقدمت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات

البورصة على الترخيص لأول مرة في الجزائر بإصدار الصكوك الإسلامية لفائدة شركة أوم إنفاست AOM Invest . كما تم إدراج ضمن قانون المالية لسنة 2025 المادة 179 التي ترخص لوزارة المالية إصدار صكوك سيادية لأول مرة في الجزائر بالاستعانة بالخبرة التقنية و الاستشارية للبنك الإسلامي للتنمية، حيث تعتبر هذه الصكوك وسيلة جديدة لتتويع مصادر تمويل الاستثمارات العمومية، و تتولى الخزينة العمومية إصدار هذه الصكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية على مستوى بورصة الجزائر، على أن تكون هذه الصكوك معفاة من الضريبة لمدة 5 سنوات (الجريدة الرسمية الجزائرية، 2024). و وفقا لقرار وزارة المالية الصادر في 01 جوان 2025 يمكن إصدار الصكوك السيادية من طرف الخزينة العمومية بأشكال مختلفة في صورة صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، صكوك الإستصناع وصكوك الوكالة (الجريدة الرسمية الجزائرية، 2025).

إن توجه الجزائر للاعتماد على التمويل الإسلامي من خلال إصدار الصكوك الإسلامية للدفع بعجلة التنمية الاقتصادية تحكمه العديد من الأسباب التي يمكن ايجازها فيما يلي:

- عدم فعالية النظام المصرفي التقليدي في جمع المدخرات المتواجدة خارج القطاع المصرفي بالنظر إلى عدم توافق منتجاته المطروحة مع مبادئ الشريعة الإسلامية (بوراس، 2024).
- الرغبة في تمويل مشاريع البنية التحتية الحكومية بالاعتماد على الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة مالية فعالة تحقق هذا الغرض بالمقارنة مع صيغ التمويل التقليدية التي تعتمد أكثر على استخدام الديون في تمويل هذه المشاريع و ما ينجر عن ذلك من تحمل الأعباء المالية المترتبة عن تلك الديون، و كذا تقليل الاعتماد على المنظومة الضريبية في تمويل الخزينة العمومية. .
- تمويل الشركات الجزائرية و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بواسطة منتجات جديدة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، و التي يمكنها تلبية رغبات المستثمرين و الجمهور الباحثين عن الاستثمار الأخلاقي و بدون وجود فوائد ربوية.
- تنشيط سوق رأس المال من خلال زيادة قاعدة المستثمرين بجذب المستثمرين المهتمين بالاستثمار في الأدوات الإسلامية إلى جانب المستثمرين التقليديين، مما يساهم في تعميق السوق وزيادة حجمه و الرفع من سيولته.

1.4 قراءة في التجربة الأولى لإصدار الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر

عرفت الجزائر إطلاق أول سندات تساهمية مطابقة للشريعة الإسلامية على شكل صكوك، حيث تحصلت شركة أوم إنفاست AOM Invest في 30 جوان 2024 على تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة تحت رقم 02-2024 لإصدار سندات تساهمية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، تم اعتمادها من طرف المجلس الإسلامي الأعلى. وأصبحت بذلك شركة أوم إنفاست أول مصدر للسندات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق المالي الجزائري، بعد أن كانت أول شركة صغيرة و متوسطة يتم ادراجها في بورصة الجزائر في سنة 2018.

و قد جاء في بيان للشركة أن هذه العملية تهدف إلى إصدار 200 مليون دينار جزائري على مدى خمس سنوات من أجل تمويل خططها التنموية، بما في ذلك فرعها AOM Industry المتخصص في إنتاج المواد الغذائية (أوم إنفاست AOM Invest، 2024). و بحسب بيان الشركة فإن هذا الإصدار يحمل الخصائص التالية:

- تمنح الصكوك المصدرة عائدا متغيرا موافقا لضوابط الشريعة الإسلامية، يتراوح بين 7 و 10 بالمائة مرتبطا بنتائج الشركة.

- تطرح هذه الصكوك بقيمة اسمية قدرها 1000 دينار جزائري.

- هذه الصكوك ستكون مدرجة في البورصة في سوق المستثمرين المهنيين، إذ يستهدف هذا الإصدار المستثمرين المهنيين كما تحدده لوائح بورصة الجزائر.

إن الملاحظ لعملية إصدار الصكوك التي تحصلت عليها شركة أوم إنفاست أن الإصدار كان خاص و ليس عام فهو يشمل فئة ضيقة من المستثمرين المتمثلة في فئة المستثمرين المهنيين، و يمكن تفسير ذلك في رغبة لجنة عمليات البورصة في ضمان الاكتتاب الكامل لهذه الصكوك و بالتالي نجاح عملية الإصدار الأولى من نوعها ، و بيع هذه الصكوك للحصول على مبلغ التمويل بالكامل. من جانب آخر ، إن عملية طرح الصكوك ستتم بدون وجود قوانين منظمة تحكم عملية إصدار الصكوك الإسلامية في الجزائر و تداولها و تحدد حقوق الأطراف المتعاقدة بموجب عقود الشريعة الإسلامية. علاوة على ذلك، فإن صكوك شركة أوم إنفاست التي تتوي طرحها في بورصة الجزائر لم يتم تحديد نوعها و هيكلتها حسب عقود الشريعة الإسلامية المتعارف عليها.

و لا شك إن مبادرة شركة أوم إنفاست بطرح الصكوك الإسلامية لأول مرة في بورصة الجزائر من شأنه أن يكون دافعا لبقية الشركات على القيام بإصدارات أخرى مماثلة للصكوك الإسلامية في

ظل حاجتها لتنوع مصادر تمويلها و بحثها عن تحقيق العوائد الاستثمارية، و الرغبة في جذب المستثمرين المهتمين بالاستثمارات المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

و بالرغم من المبادرة الأولى لطرح الصكوك في بورصة الجزائر، فإن هذه التجربة تبين بوضوح وجود عدة تحديات أمام الجزائر لتطوير سوق الصكوك الإسلامية و تنظيمها لتحسين نشاط بورصة الجزائر و ترقية أدائها بما يسمح من جمع المدخرات و تمويل الأنشطة الاستثمارية للمؤسسات الجزائرية و دعم النمو الإقتصادي للجزائر.

2.4 تحديات تطوير سوق الصكوك الإسلامية في الجزائر

إن الجزائر كبلد إسلامي تتوفر على كامل مقومات النجاح في توجيهها نحو الاعتماد على التمويل الإسلامي و بشكل خاص تطوير سوق الصكوك الإسلامية. لكن ذلك يطرح عدة تحديات أمام الهيئات المالية الجزائرية من أجل ترقية سوق رأس المال من خلال طرح الصكوك كحل لجذب مدخرات المستثمرين و الجمهور بشكل عام الراغبين في الاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية و توفير التمويل اللازم سواء للخزينة العمومية أو الشركات من أجل القيام بمشاريعها التنموية. هذه التحديات يمكن ايجازها في النقاط التالية:

1.2.4 توسيع قاعدة المستثمرين

إن فتح المجال أمام المستثمرين المحليين و الأجانب من شأنه تحسين نشاط بورصة الجزائر، و تعد الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الاستثمارية التي تستقطب جمهور المستثمرين لتوافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية. إن تنوع قاعدة المستثمرين تشكل ضرورة أساسية لتطوير أسواق الصكوك المحلية، و توفر قاعدة المستثمرين المتنوعة التي تضم قطاعات من المستثمرين مثل: البنوك وشركات التأمين و صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد والمستثمرين الأفراد والمستثمرين الأجانب الأساس للطلب المستدام على الأوراق المالية وتعميق أي نوع من الأسواق. و لذا يكون من المستحسن على الهيئات المالية في الجزائر العمل على فتح المجال أمام المستثمرين المحليين و الأجانب و بالأخص مستثمري الدول الإسلامية إذا ما أرادت تفعيل دور بورصة الجزائر و التحسين من نشاطها، مع ضرورة تبني نظام ضريبي محفز لاستقطاب رؤوس الأموال من المستثمرين . و قد أظهرت التجربة الماليزية و تجارب دول مجلس التعاون الخليجي أهمية وجود مستثمرين متنوعين من أجل تطوير سوق الصكوك الإسلامية حيث ضمت أسواق هذه الدول مجموعة متنوعة من المستثمرين كالبنوك الإسلامية و شركات التأمين التكافلي و الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى جانب

المستثمرون المؤسسيون التقليديون، كما استطاعت هذه الدول استقطاب تدفقات رؤوس الأموال الخارجية الباحثة عن الاستثمار في الصكوك الإسلامية مما أدى إلى زيادة نشاط أسواقها و الرفع من مستويات نموها الاقتصادي.

2.2.4 تبني الإطار القانوني و التنظيمي المناسب

إن طرح الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر يجب أن يحكمه الإطار القانوني و التنظيمي الملائم من خلال العمل على سن قانون جزائري للتمويل الإسلامي مبني على أفضل التجارب العالمية، مما سيساعد على تبيان جميع الحقوق الخاصة بالأطراف المتعاقدة بموجب عقود الشريعة الإسلامية، مع توضيح اجراءات الافلاس القانونية و كيفية حل المنازعات. كما يجب إعطاء هيئة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB دورا أساسيا في الإشراف و المراقبة لعمليات الطرح العام أو الخاص للصكوك و كذا عملية تداولها في البورصة. و يؤثر الإطار التنظيمي من جانبه بشكل كبير على فعالية إصدار الصكوك في تعزيز نمو السوق المالية من خلال وضع المبادئ التوجيهية التي تضمن الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية، وتعزيز استقرار السوق، وجذب مستثمرين متنوعين، فالبيئة التنظيمية القوية تعزز الثقة في الصكوك كأداة استثمارية قابلة للتطبيق مما يسهل تعبئة الأموال و تحقيق التنمية الاقتصادية.

3.2.4 الاستفادة من خبرة الهيئات الدولية ذات الصلة

يحتاج تطوير سوق الصكوك الإسلامية في الجزائر إلى الاستفادة من الخبرة العالمية الواسعة المكتسبة في مجال تطوير أسواق الصكوك المحلية. وتلعب مجالس وضع المعايير مثل مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية IILM و السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM و مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB و هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOFI والمؤسسات المتعددة الأطراف كبنك التنمية الإسلامي IDB ، دورا مهما في نشر الخبرة الدولية ودعم صناع السياسات في تنفيذ هذه الأجندات (Kusuma & Silva, 2014). و لذلك وجب على الهيئات المالية الجزائرية الطامحة إلى تطوير سوق الصكوك الإسلامية، التعاون مع هذه الهيئات لتطوير تجربتها و تكوين الكفاءات و المهارات اللازمة لدعم مكانة الصكوك من أجل ترقية سوق رأس المال الجزائري.

4.2.4 تطوير البنية التحتية للسوق

يساهم تطوير بنية تحتية قوية لسوق رأس المال في نمو سوق الصكوك الإسلامية بشكل سريع، من خلال قيام الهيئات المالية بتنظيم إصدار الصكوك في الأسواق الأولية و تبني أنظمة عرض

فعالة، و تسهيل عملية التداول في السوق الثانوية وتحقيق الشفافية في الأسعار و تبني اجراءات التسوية و المقاصة الفعالة للمعاملات. كل هذه التدابير من شأنها أن تساعد الجزائر على تحسين بنية سوق رأس المال و توفر لها البيئة اللازمة لإصدار الصكوك و تداولها و يزيد من الثقة لدى المستثمرين و الفاعلين في بورصة الجزائر .

5.2.4 حوكمة الشريعة الإسلامية

إن تطوير عملية حوكمة شرعية سلسلة في الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر من شأنه تيسير سرعة إنجاز عملية إصدار الصكوك، وتحسين وضوح هياكل الصكوك، وتعزيز ابتكار المنتجات، وبناء الثقة في السوق (COMECEC, 2018) . كما أن حملات التوعية العامة ضرورية لتثقيف المستثمرين المحتملين حول فوائد الصكوك و لزيادة الوعي بفوائد التمويل الإسلامي مما يزيد من دمج هذه الأدوات في سوق رأس المال و يحسن الطلب عليها.

5. خلاصة

شهدت الصكوك باعتبارها أدوات مالية إسلامية نموا في السنوات الأخيرة مما أدى إلى تطور كبير في مجال التمويل الإسلامي. و تتيح الصكوك تمويلا أكثر تنوعا للحكومات و الشركات، و توفر العديد من الفوائد للاقتصاديات و لأسواق رأس المال، فهي بمثابة مصدر تمويل بديل يمكن أن يحفز النمو الاقتصادي ويعزز تنمية أسواق رأس المال. حيث تمكن الصكوك من تعزيز السيولة، وجذب مستثمرين متنوعين، ودعم التنمية المستدامة. وباعتبارها أداة مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فإن الصكوك تسهل تمويل البنية التحتية والاستثمارات الأخلاقية، وبالتالي تعميق أسواق رأس المال وتعزيز الشمول المالي.

و قد عرفت الجزائر إطلاق أول سندات تساهمية مطابقة للشريعة الإسلامية على شكل صكوك، حيث تحصلت شركة أوم إنفاست AOM Invest في 30 جوان 2024 على تأشيرة لجنة مراقبة عمليات البورصة تحت رقم 02-2024 لإصدار سندات تساهمية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، تم اعتمادها من طرف المجلس الإسلامي الأعلى. كما تنوي الهيئات المالية الجزائرية طرح صكوك سيادية لأول مرة بموجب قانون المالية 2025 تتولى الخزينة العمومية إصدارها لتمويل مشاريع البنية التحتية في الجزائر .

إن توجه الجزائر للاعتماد على التمويل الإسلامي من خلال إصدار الصكوك الإسلامية يمكن أن يساهم في توفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية للحكومة و تنويع مصادر التمويل للشركات، و ترقية بورصة الجزائر و التحسين من أدائها من خلال تعميق السوق وزيادة حجمه و الرفع من سيولته. و تتطلب عملية تطوير سوق الصكوك الإسلامية كمنط بديل من التمويل في الجزائر مواجهة العديد من التحديات سيما من خلال توسيع قاعدة المستثمرين، تبني الإطار القانوني و التنظيمي المناسب، الاستفادة من خبرة الهيئات الدولية ذات الصلة، تطوير البنية التحتية للسوق و حوكمة الشريعة الإسلامية. كل هذه التحديات يجب أخذها بعين الاعتبار بالنسبة للسلطات المالية الجزائرية إذا ما أرادت الدفع بالصكوك الإسلامية كأداة مالية من أجل ترقية سوق رأس مالها و تعزيز النمو الاقتصادي للجزائر.

من خلال ما سبق، يمكن تقديم عدد من التوصيات لصناع السياسات في الجزائر و ذلك على النحو التالي:

- إنشاء لجنة وطنية تعنى بتطوير سوق الصكوك الإسلامية في الجزائر تضم فقهاء في القانون و المالية الإسلامية و الفاعلين في البورصة تقدم توصياتها مباشرة لوزارة المالية.
- على الهيئات المالية الجزائرية وضع الإطار القانوني والتنظيمي الاشرافي لسوق الصكوك الإسلامية وذلك من أجل توفير بيئة مواتية لنمو وتطوير الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر.
- القيام بحملات توعية لتثقيف مختلف المستثمرين حول فوائد الصكوك و زيادة الوعي بفوائد التمويل الإسلامي.
- تنويع قاعدة المستثمرين المحليين مع فتح المجال للمستثمرين الأجانب من البلدان الإسلامية للاستثمار في الصكوك الإسلامية المحلية مما سيوفر سيولة أكبر لبورصة الجزائر و يحسن من أدائها.
- التوجه نحو إصدار الصكوك بمختلف هياكلها من أجل تنويع مصادر تمويل الشركات و الخزينة العمومية، و بالتالي الزيادة في عدد المنتجات المالية المطروحة على مستوى بورصة الجزائر.

- AAOIFI. (2004). *Sharia Standards: 1425-6 H/2004-5*.
- Affandi, F., Harahap, I., & Nawawi, Z. M. (2024). Islamic banking and sukuk as alternative financing sources in development. *Jurnal Syarikah : Jurnal Ekonomi Islam*, 10(1), 137-147.
- Amal, A. M., Faiz, A., & Bintara, M. A. (2024). Peran Sukuk dalam Stabilitas Moneter di Indonesia. *Jurnal Nuansa*, 2(4), 347-359.
- Baykut, E. (2024). Factors Affecting Sukuk Return and Issuance: Insight from Sukuk Market of Türkiye. *Journal of Kocatepe Islamic Sciences*, 7(3), 46 - 71.
- COMECEC. (2018). The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets. *10th Meeting COMCEC Financial Cooperation Working Group*. Ankara, Turkey.
- Esso, A. S., Amiruddin, K., & Abdullah, M. N. (2024). Qualitative Study of Sukuk as an Alternative Sharia Financing and Its Impact on Economic Growth in Indonesia. *Journal of Economic Education and Entrepreneurship Studies*, 5(4), 644-655.
- Gürbüç, A., Tatliyer, E., & Kiliç, M. (2023). Does The Sukuk Issuance in Turkey Impact on Economic Growth? *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 152 - 166.
- Hasan, R. A. (2022). Prospects and challenges of issuance of Sukuk in Bangladesh: Lessons from Malaysia for developing a comprehensive legal framework for Bangladesh. *Dhaka University Law Journal*, 33(1), 163-184.
- IFSB. (2009). *Capital Adequacy Requirements for Sukuk, Securitisations and Real Estate Investment*. Récupéré sur IFSB7.
- IFSB. (2024). *Maintaining Financial Stability in a Challenging Risk Environment*. Récupéré sur IFSB Stability Report 2024.
- IIFM. (2011). *IIFM Sukuk Report, A comprehensive study of the international sukuk market*. Récupéré sur first edition sukuk rapport.
- Kusuma, K. A., & Silva, A. C. (2014). *Sukuk Markets: A Proposed Approach for Development*. Policy Research Working Paper 7133. World Bank.
- Mahmudah, S. N., Ghazali, L., & Ritonga, I. (2022). MahImplementation of sharia maqashid on sukuk based on fatwa dsn-mui/ix/2020. *Jurnal Ilmiah Islam Futura*, 22(2), 139-149.
- Mahomed, Z., Ramadilli, S., & Ariff, M. (2018). Sukuk announcement effects during financial crisis: the case for Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 9(4), 567-586.
- Majumdar, S., & Puthiya, R. (2021). Role of signaling in issuance of sukuk versus conventional bonds – an empirical analysis of the bond market in the UAE. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 14(5), 967-981.
- Meager, E. (2017). Unlocking Sukuk, *International Financial Law Review*, 36, 22-23. *International Financial Law Review*, 36, 22-23.
- Shahida, S., & Sapiyi, S. (2013). Why Do Firms Issue Sukuk Over Bonds? Malaysian Evidence. *PROSIDING PERKEM VIII, JILID 2*, 551 - 573.
- Smaoui, H., & Khawaja, M. (2017). The Determinants of Sukuk Market Development. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(7), 1501-1518.

- Smaoui, H., & Nechi, S. (2017). Does sukuk market development spur economic growth. *Research in International Business and Finance*, 41(C), 136-147.
- Tan, Y. L., & Mohamed Shafi, R. (2021). Capital market and economic growth in Malaysia: the role of sukuk and other sub-components. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 13(1), 102-117.
- Wong, M., & Bhatti, W. (2019). Developing International Sukuk in East Asia: Implications from Hong Kong Sukuk. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(4), 9-17.
- Zolfaghari, p. (2017). *An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)*. Working paper 2017:2, Uppsala Faculty of Law.
- الجريدة الرسمية الجزائرية. (2024). قانون رقم 08-24 مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1446 الموافق 24 نوفمبر سنة 2024، العدد 84.
- الجريدة الرسمية الجزائرية. (2025). قرار مؤرخ في 5 ذي الحجة عام 1446 الموافق أول يونيو سنة 2025، يحدد كليات إصدار الصكوك السيادية من قبل الخزينة العمومية، العدد 38.
- أوم إنفاست. (2024). AOM Invest أوم إنفاست تحصل على تأشيرة إصدار أول صكوك إسلامية في الجزائر. Récupéré sur بيان صحفي : <https://www.sgbv.dz/commons/post/AOM%20INVEST/file449565370.pdf>
- بوراس، ن. (2024). تطور الصيرفة الإسلامية-دراسة حالة الجزائر. مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، 7(2)، 268-291.
- قندوز. (2022). الصكوك الإطار النظري و التطبيقي، العدد 2، صندوق النقد العربي.