

الصكوك المالية الإسلامية كآلية لإحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي

- ماليزيا نموذجا -

لعور سطايجي إلهام

جامعة 20 أوت 55 سكيكدة، i.laouarstaihi@univ-skikda.dz

Islamic financial sukuk as a mechanism for striking a balance between the real and financial economy

-Malaysia as a model-

Laouar staihi ilhem

University of 20august 55 skikda,(Algeria)

تاريخ الاستلام: 2021/04/01؛ تاريخ القبول: 2021/06/13؛ تاريخ النشر: 2021/12/30

ملخص:

في ظل التطور الذي تعرفه المالية الإسلامية في العالم في السنوات الأخيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، التي أكدت أن السبب الرئيسي في حدوث الأزمة المالية هي أدوات لا يجيز الشرع الإسلامي التعامل بها، والتي أدت إلى انفصال التمويل التقليدي عن الاقتصاد الحقيقي. تهدف هذه الورقة البحثية تسليط الضوء على أهمية الصكوك المالية الإسلامية كمصدر من مصادر التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تحفظ هرم التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي. وقد توصلت الدراسة إلى أن الصكوك المالية الإسلامية أداة فعالة في تجميع السيولة، بالإضافة إلى أنها تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات. كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها يكون له بالغ الأثر في زيادة درجة عمق السوق واتساعها، وذلك يؤدي إلى تحقيق كفاءة السوق وتحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي. وباعتبار ماليزيا من الدول الرائدة في هذا المجال حاولنا إبراز أهمية الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية.

الكلمات المفتاح: تمويل تقليدي، الربا، تمويل إسلامي، صكوك إسلامية

تصنيف JEL : G2; G23; G29

Abstract :

Given the development in Islamic finance in the world in recent years, Especially after the global financial crisis of 2008, which confirmed that the main reason for the occurrence of the financial crisis are instruments that Islamic Sharia does not permit dealing with, and that led to the separation of traditional finance from the real economy. This research paper aims to clarify the importance of Islamic sukuk as a source of financing that is consistent with the provisions of Islamic Sharia law and which preserves the hierarchy of balance between the real and financial economy. The research paper concluded that Islamic sukuk are an effective tool in accumulating liquidity, In addition, it works to mobilize financial resources and direct them to real productive investments, and reduce the intensity of speculation. The increase in its quantity and quality will have a great impact on increasing the depth and breadth of the market. This leads to achieving market efficiency and achieving a balance between the real and financial economy. As Malaysia is one of the leading countries in this field, We tried to highlight the importance of Islamic sukuk in the Malaysian financial market.

Keywords: Traditional financial; Usury; Islamic financial; Islamic sukuk .

Jel Classification Codes : G2;G23 ; G29.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA

لعور سطايجي إلهام (2021)، الصكوك المالية الإسلامية كآلية لإحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي - ماليزيا نموذجا -، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 09 (2021)، الجزائر: جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة-، صص 265-279.

المؤلف المرسل: لعور سطايجي إلهام، الإيميل: i.laouarstaihi@univ-skikda.dz

1. مقدمة:

ازدياد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالتمويل الإسلامي عموماً، وبالصكوك الإسلامية على وجه الخصوص بشكل غير مسبوق على مستوى الدول الإسلامية وعلى المستوى العالمي، بعد أن أثبت التمويل الإسلامي كفاءته وقدرته على الوقوف في وجه الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالعالم سنة 2008، والوصول إلى قناعات بأن النظام الاقتصادي الإسلامي قادر على أن يقدم صيغاً تمويلية متعددة ويحرك اقتصاداً عالمياً يبنى على العدل وتكافؤ الفرص. هذا بالإضافة إلى أن الصكوك الإسلامية أثبتت قدرتها على حشد المدخرات التي كان أصحابها - أفراد أو مؤسسات - يجمعون عن تقديمها على أساس التمويل التقليدي، أو شراء سندات التي تمثل ديناً على الجهة المصدرة لها، والتي تتنافى مع أبسط أحكام الشريعة الإسلامية لاعتمادها على سعر الفائدة، أو الربا المحرم شرعاً. ولذلك يأتي هذا البحث لإعادة النظر في التمويل التقليدي الذي ساهم في انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي. وتسلط الضوء على أحد أبرز منتجات المالية الإسلامية ألا وهي الصكوك الإسلامية التي تحفظ التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي في إطار الضوابط الشرعية.

ولقد أضحت النموذج الماليزي للمالية الإسلامية القدوة الحسنة التي يجب أن تقتدي بها باقي الدول الإسلامية نظراً لما حققتة ماليزيا من قفزة في سوقها المالي نتيجة التوجه نحو صناعة مالية إسلامية وإصدار صكوك دولية جعلها ترسخ نفسها باعتبارها المركز العالمي للمالية الإسلامية .

وانطلاقاً مما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

- إشكالية البحث:

هل يمكن للصكوك المالية الإسلامية أن تكون بديلاً للتمويل التقليدي لإحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي في إطار الضوابط الشرعية ؟ وما أهمية الصكوك المالية الإسلامية في ماليزيا ؟

- فرضيات البحث:

تبنى هذه الورقة البحثية على الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: يساهم التمويل التقليدي في انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي.

الفرضية الثانية: تساهم الصكوك المالية الإسلامية، باعتبارها آلية أو أسلوب تمويل إسلامي، في سياق إحلال البدائل الشرعية لأدوات التمويل الربوية التقليدية في إحداث التوازن بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي.

الفرضية الثالثة: يساهم وجود وتنوع الصكوك الإسلامية المنضبطة بالضوابط الشرعية في تنشيط وتطور السوق المالي الماليزي.

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من أهمية الصكوك المالية الإسلامية كواحدة من أدوات التمويل الإسلامي التي شهدت نمواً وانتشاراً واسعاً مع بداية القرن الواحد والعشرين، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 التي تعتبر نتيجة حتمية للتمويل التقليدي الربوي.

أهداف البحث:

يسعى هذا البحث للوصول إلى الأهداف التالية:

- لفت النظر إلى أهمية الأخذ بصيغ وأساليب التمويل الإسلامي، بما يكفل تحقيق فلسفة التمويل الإسلامي الذي تقدمه المصارف الإسلامية كنموذج بديل للتمويل الربوي.

- التعرف على الصكوك الإسلامية كآلية لتحقيق التوازن بين الاقتصاد المالي والحقيقي.

- الإشارة لإصدارات الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي.

منهج البحث:

قصد الإحاطة بجوانب موضوع البحث، تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، بحيث انتهج المنهج الوصفي لتوضيح الجوانب النظرية للموضوع، في حين اعتمد المنهج التحليلي في الدراسة التطبيقية للبحث والتي اشتملت على التجربة الماليزية في إصدار الصكوك المالية الإسلامية.

لغرض الإجابة على إشكالية البحث الأساسية ستتم معالجة العناصر التالية:

1. انفصال التمويل التقليدي عن الاقتصاد الحقيقي.
2. قدرة الصكوك المالية الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد المالي والحقيقي.
3. دراسة تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2010-2019).

2. انفصال التمويل التقليدي عن الاقتصاد الحقيقي:

إن اعتماد المصاريف الشاملة على بعض الأدوات التي لا تتوافق مع الصيرفة الإسلامية نتج عنه تعرضها بشدة لآثار الأزمة المالية واختيار العديد منها، وهذه الأدوات أدت في النهاية إلى التوسع في الاستثمار الوهمي على حساب الاستثمار الحقيقي. (محبوب، 2009) ومن ضمن هذه الأدوات:

- التوسع في الائتمان العقاري المسرف .
 - التركيز على تمويل الائتمان الاستهلاكي (بطاقات الائتمان، القروض الاستهلاكية) على حساب الائتمان الإنتاجي.
 - أسلوب معالجة الديون المتعثرة في المؤسسات المالية (سداد المتأخر في مقابل زيادة المديونية، تحقيق أرباح وهمية)
 - التوريق، بيع الديون المتعثرة و الديون المشكوك في تحصيلها.
 - التوسع في أدوات المضاربات و أنشطة المغامرات في البورصات العالمية مثل المشتقات بأنواعها .
 - الغش و التدليس و التزوير في القوائم المالية للمؤسسات المالية العالمية و الشركات متعددة الجنسيات.
- والحقيقة المؤكدة أن الأدوات الرئيسية في حدوث الأزمة المالية هي بسبب الأدوات التي لا يجيز الشرع الإسلامي التعامل بها وفق مجموعة من الحدود الشرعية كما يلي :

1.2. التوسع في الأنشطة الوهمية (المضاربات و التوريق ...) على حساب الأنشطة الحقيقية الإنتاجية :

من الأسباب الرئيسية لازمة هي التوسع في الأنشطة الوهمية على حساب تمويل الأنشطة الحقيقية الإنتاجية، فالمصارف الإسلامية باعتمادها على المشاركات و المضاربات كأدوات رئيسية في تمويل استثماراتها، تتميز بتوظيف أموالها في استثمارات حقيقية بصورة مباشرة، وكذلك فهي تشجع المستثمرين من خلال رفع معدل الكفاية الحدية لرأس المال عن طريق حصولها على جزء من العائد ليس ثابت وتحملها لجزء من تكلفة المشروع و مشاركتها في تحمل مخاطر المشروع على عكس المصارف التقليدية التي تقوم بإقراض العملاء نظير فائدة ثابتة والتوجه إلى الحالات الآمنة التي ينخفض فيها عامل المخاطرة مثل التمويل العقاري وشراء السلع الاستهلاكية. (سامي يوسف)

أ. التوريق عمق الفجوة بين الاقتصاد المالي والحقيقي:

التوريق هو تحويل القروض إلى أوراق مالية. ونمو التوريق أدى إلى تخفيف معايير تخصيص القروض، وتقاس من خلال انخفاض معدل الرفض وارتفاع النسبة : "مبلغ القروض على الدخل" وهذا التخفيف يستمد من السلوك المسامر للدورة (procyclique) للبنوك ويتضمن ارتفاع في حجم القروض، حيث أن الارتفاع في أسعار العقار هو الأكثر وضوحا : وهذا هو مبدأ المسرع المالي. وإعادة النظر في عملية التوريق لكونه قد تطور في اتجاه يتعلق بمنتجات قروض جديدة، وضمانات هي نفسها جديدة. فتجميع القروض الفردية أدى إلى ارتفاع سريع في الارتباط، متضمنا ارتفاع أسرع في احتمال عدم القدرة على السداد. كذلك تمويل أجزاء الأوراق

المالية لتوزيعها على المستثمرين، يكون خلل آخر لحجم التوريق. بالإضافة إلى الاستخدام المفرط للرافعة المالية (القروض البنكية القصيرة المدى). وعندما يصبح القرض المورق في الأصول لا يباع، المؤسسات المختصة لا تستطيع إعادة تمويل أوراقها التجارية، وتخلق إذا رعب كبير في السوق النقدي. (2, Michel, 2008, p. 2) Les subprimes تقدم مثالا جيدا، وهي تتعلق بقروض الرهن العقاري (أوراق مالية من الدرجة الأولى) والتي تقابل قروضا عقارية محفوفة بالمخاطر وبمعدلات فائدة متغيرة تقدم من طرف بنوك في الو.م.أ. وهذه القروض قد جمعت وتم تحويلها إلى أوراق مالية من الدرجة الثانية، وهذه الأوراق المالية الجديدة تقضي على العلاقة المباشرة بين البنوك والمقرضين. إن شراء حزم من قروض الرهن العقاري هي بالتالي توظيف للسيولة من خلال شراء قروض لا نعرف المدين النهائي، إذا هي مخاطر منفصلة عن الاقتصاد الحقيقي. (Michel, 2008)

و انطلاقا مما سبق و بالرجوع إلى التمويل الإسلامي فقد جاء تحريم التوريق من خلال تحريم الاتجار في القروض فلا يجوز الاتجار بالمال، لأن المال لا يباع ولا يشتري، بيع ما لم يقبض، وتحريم بيع الدين.

ب. انفصال المضاربة عن الاقتصاد الحقيقي:

المضاربة الصافية تمثل خطر اختياري من خلال توظيف مبلغ من المال، الذي نملكه أو نقترضه، وذلك من أجل تحقيق الربح السريع. ولهذا السبب هي منفصلة عن الاقتصاد الحقيقي. المضاربة الصافية تجلب دخل أو خسارة والتي ليست نظريا أو مقابلا مباشرا لمكافأة العمل أو رأس المال الإنتاجي أو ادخار مدرج في منطق المالية من الدرجة الأولى. كذلك المضاربة تنمو طبيعيا من خلال التحديدات المالية التي تؤدي أكثر فأكثر إلى انفصال الدائرة المالية عن الدائرة الحقيقية. لذلك ظهرت أدوات مالية جديدة مثل الخيارات، المستقبلات، المؤشرات على مستوى أسواق البورصة، المبادلات... الخ، على وجه التحديد عندما تكون هذه الأدوات موجودة، فإن هدفها الأساسي هو تحقيق أرباح من خلال عمليات لا تكون مباشرة مدعومة بنشاط حقيقي. (4, Dévoluy, p. 4)

2.2. انفصال التمويل الربوي عن الاقتصاد الحقيقي:

الربا يؤدي إلى فصل المديونية عن النشاط الاقتصادي ممثلا في التبادل والإنتاج. فالفوائد على القروض و على الديون المؤجلة تنمو تلقائيا مع مرور الوقت بغض النظر عن حصول عمليات حقيقية توظف التمويل في توليد الثروة ورفع الإنتاجية. ونتيجة لذلك فإن المديونية تنمو بمعدلات أسرع من معدلات نمو الثروة و الدخل. فالدين لا يحتاج لكي ينمو أكثر من مرور الزمن، ولذلك يصبح نموه تلقائيا. أما الثروة فإن نموها يستلزم الكثير من الجهد والتضحية و المعرفة و الإبداع. ومع نمو المديونية تنمو الفوائد عليها أو ما يسمى خدمة الدين والأقساط التي يجب دفعها أول بأول. هذه الأقساط تدفع بطبيعة الحال من الدخل و من المدخرات الناتجة عن النشاط الحقيقي. لكن مع النمو المتسارع للمديونية لا يعود بمقدور الدخل أن يفي بمستحقات خدمة الدين و أقساطه، ويصبح الوضع غير قابل للاستمرار. (السويلم س.، 2011، صفحة 42)

ومن خلال التمييز بين التمويل التابع للتبادل و التمويل المستقل عن التبادل (الربا) نبحث الشريعة الإسلامية في التمييز بين قيمة الزمن وبين نمو المديونية تلقائيا. فالفائدة في حقيقتها هي معدل النمو التلقائي للمديونية، وتمثل درجة انحراف التمويل عن القطاع الحقيقي. أما هامش الأجل في البيوع الإسلامية فهو يمثل قيمة الزمن فحسب دون معدل المديونية لامتناع نمو الدين تلقائيا في الاقتصاد الإسلامي فالتمويل الإسلامي نجح في التمييز بين الأمرين، في حين أخفق التمويل التقليدي في ذلك، فأصبحت قيمة الزمن لا تنفك عن نمو المديونية وتضاعفها ذاتيا. وبذلك فإن التمويل الإسلامي يعطي الزمن قيمته الفعلية المستمدة من النشاط الحقيقي وليس من مجرد نمو المديونية. (السويلم س.، 2011، صفحة 44)

3.2. الغر والاقتصاد الحقيقي :

يأتي الغر في الأهمية بعد الربا، أو يتساويان في أهميتها في التمويل الإسلامي، والغر في أصل اللغة يعني الخطر، والغر يختلف عن الربا كون أن الربا كله حرام، أما الغر فليس كله حرام. (المصري، 2012) الغر ينتهي إلى نتيجة واحدة وهي انفصال الالتزامات المالية عن النشاط الحقيقي، وهذا أوضح ما يكون في حالة المشتقات غير المغطاة، إذ يتم الرهان على أصل واحد مرات متعددة، مما يؤدي إلى نشوء التزامات مالية (ديون) أكبر من الأصول الفعلية وحتى في حالة المشتقات المغطاة فإن التعويض أو قيمة العقد غير مقيدة بقيمة الأصل بل بحسب ما يتراضى عليه الطرفان. والتمويل بالفائدة أيضا يؤدي إلى تضاعف الالتزامات المالية بأكثر بكثير من حجم الأصول أو العمليات التي تولد الدخل اللازم للوفاء بهذه الالتزامات، فالغر و الربا مع كونهما متلازمين فهما يؤديان إلى نتيجة واحدة تراكم الديون والالتزامات المالية بما يتجاوز الدخل الحقيقي والنشاط الاقتصادي، ولا مفر إذا من الانهيارات والكوارث لتصحيح هذه الاختلالات المتتالية، كما هو حال الرأسمالية اليوم. (السويلم س.، 2007، صفحة 102)

وانطلاقا من هنا برز قطاع التمويل الإسلامي كبديل اقتصادي ناجح، وأن هذا النموذج هو ما يحتاجه العالم في الوقت الحالي، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، التي أدت إلى ضرورة إعادة النظر في المالية التقليدية خاصة في ظل دخول سوق الإقراض العالمية في حقبة جديدة وتراجع البورصات العالمية في أعقاب الأزمة. ولقد استطاع قطاع الخدمات المالية الإسلامية من التغلب وبجدارة على تداعيات الأزمة المالية العالمية وتبعاتها وذلك بسبب تجنب المنتجات المالية الإسلامية لأساليب المضاربات وهو ما يبحث عنه المستثمرون. إذا فإن المنتجات الإسلامية تعتبر ملاذا نظرا للأوقات الصعبة التي تشهدها أسواق المال. ومن أهم هذه المنتجات الصكوك الإسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة و مميزة في الأسواق المالية في مختلف دول العالم الغربي و الإسلامي.

3. قدرة الصكوك المالية الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد المالي والحقيقي:

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية. ورغم أنها ظهرت كواحدة من الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أنها شهدت انتشارا وإقبالا وإسعافا في مختلف دول العالم وتمكنت على مر السنوات الماضية من تحقيق نجاحات عديدة وفقرات نوعية من حيث العوائد، كما شهدت السوق العالمية للصكوك رواجاً كبيراً. ولذلك تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية وبالتالي تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي.

1.3. الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية:

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم نظرا لخصائصها ومزاياها التي تميزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، بالإضافة إلى أنواعها العديدة.

أ. مفهوم الصكوك الإسلامية :

تعددت تعريفات الصكوك الإسلامية في الفقه الإسلامي نذكر منها :

تعريف هيئة المحاسبة و المراجعة بأنها : "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكيا أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله. (المعيار الشرعي رقم 17 بعنوان صكوك الاستثمار، 2010)

يعرف مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي التصكيك (التوريق الإسلامي) على أنه : "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان و المنافع و النقود و الديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه. (قرار رقم 178/4/19)، الدورة 19)

وعرف الصكوك أيضاً بأنها: " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول ". (بن عمارة، 2011، صفحة 254)

من خلال ما سبق نجد أن الصكوك المالية الإسلامية هي أدوات استثمارية ممثلة في وثائق ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً شائعة في رأس المال (أعيان، أو منافع، أو خدمات أو مشروع)، تصدر وفق التمويل الإسلامي وذلك بالالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية.

ب. خصائص الصكوك الإسلامية:

- تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة يمكن توضيحها فيما يلي : (صديقي، حملة، و عبد الدائم، 2020، صفحة 104)
- أنها صكوك متساوية القيمة تصدر باسم مالكيها لإثبات حق مالكيها في الأصول و الموجودات الصادرة بموجبها .
- أنها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها ومن الحقوق المعنوية والديون و النقود، ولا تتمثل ديناً أو التزاماً في ذمة مصدرها.
- الصكوك الإسلامية تصدر وفقاً لضوابط وشروط و أحكام شرعية عامة و خاصة تنظم عملية إصدارها وتداولها.
- تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة وتحمل المخاطر بنسب ما يملكه حاملها أو مالكيها من صكوك في المشروع.
- جل أنواع الصكوك قابلة للتداول من حيث المبدأ.

ج. أنواع الصكوك الإسلامية :

تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة التي تربط بين الأطراف المختلفة لهذا الصك، وقد أشارت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعاً من الصكوك، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً و ازدهاراً يمكن توضيحها فيما يلي :

- **صكوك المشاركة:** تصدر لإنشاء مشروع أو تطويره ويصبح المشروع ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار على أساس تعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- **صكوك المضاربة:** عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، وقد يتم تقديمه بواسطة طرف واحد أو عدة أطراف، وهي صكوك ذات عائد مالي غير محدود ولكنه متوقع وذلك بقراءة نشاط الشركة المصدرة لها من خلال ميزانيتها المعروضة عبر السنوات الماضية وكذلك مؤشرات السوق.
- **صكوك الإجارة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري، يدر دخلاً و الغرض منها هو تحويل الأعيان و النافع و الخدمات التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية بصكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية .

- **صكوك الاستصناع:** تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك .
- **صكوك السلم:** تصدر لتحصيل رأس مال السلم و تصبح سلعة السلم مملوكة لأصحاب الصكوك .
- **صكوك المراجعة:** تصدر لتمويل شراء سلع المراجعة و تصبح السلع مملوكة لحملة الصكوك، فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، و المكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، و يملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها.

2.3. الصكوك المالية الإسلامية أداة فعالة في توفير السيولة :

إن خاصية السيولة و المرونة من حيث الأنواع و الأجل التي تميز الصكوك يجعل منها منافساً قوياً للأوراق المالية التقليدية في استقطاب مستثمرين من مختلف أنحاء العالم . (العراي و حمو، 2017، الصفحات 70-72)

تعتبر السيولة هي المحرك الأساسي لأي نشاط اقتصادي و للدوران الاقتصادي، و التمويل و الاستثمار . كما أن موضوع "السيولة " في ظل الأزمة المالية الحادة التي مر بها العالم اعتبارا من سنة 2008 يعد من أهم الموضوعات التي أولى لها الاقتصاد و الاقتصاديون العناية القصوى، حيث أدت هذه الأزمة إلى نضوب السيولة، مما أدى إلى إفلاس كثير من المصارف الكبرى و الشركات، هذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بالتمويل الإسلامي. حيث أصبحت الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن تمثل بديلا فعالا لوسائل التمويل التقليدية. فقد قفزت قيمة الصكوك المصدرة إلى 36 مليار دولار خلال سنة 2010. وقد بينت وكالة ستاندر اند يورز أن الدول الغربية تحاول قدر المستطاع الاستفادة من الطلب على المنتجات المالية الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية يهدف امتصاص السيولة لتمويل المؤسسات العالمية المتضررة من الأزمة كما أصدرت شركة التجزئة البريطانية "تيسكو " أول صكوك لها في سنة 2007 لصالح وحدتها المالية. (زيتوني، 2010، صفحة 16)

3.3. الصكوك الإسلامية آلية لإحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي:

إن آلية الفوائد المسبقة -الربا- الموجودة في النظام الرأسمالي تؤدي إلى تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة و هذا ما يجعل الاقتصاد المالي يطغى على الاقتصاد الحقيقي. (صديقي، حملة، و عبد الدائم، 2020، صفحة 108) وهو ما تكون نتيجته تكرار حدوث الأزمات و التقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الانهيار أو الإفلاس.

أما بالنسبة للتمويل الإسلامي فيربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة و الاقتصاد الحقيقي، ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة، و بذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي و النقدي، (صالح و غري، 2009، صفحة 108) و تعتبر الصكوك المالية الإسلامية إحدى أدوات التمويل الإسلامي التي تتمتع بقدرة تحقيق التوازن المنشود، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك و ابتعادها عن الربا و اعتمادها على الربح مما أكسبها إمكانات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس في أدوات التمويل الربوية.

4.3. الارتباط بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي من خلال دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية:

إن فرضية الكفاءة المعلوماتية تشكل نظرية تكون من خلالها المالية انعكاس تام للاقتصاد الحقيقي. حيث أنه في الإطار النظري تكون القيمة الأساسية موجودة مسبقا و بشكل موضوعي في الأسواق المالية ، و هذه الأخيرة يتمثل دورها الأساسي في إعطاء تقدير لها (القيمة الأساسية) يكون أكثر دقة و مصدر ثقة. في هذه الرؤية فإن التقييم المالي لا يملك أي استقلالية و عليه يمكن أن يكون كليا في خدمة الاقتصاد الحقيقي من خلال تزويده بالإشارات التي تجعل رأس المال يستثمر بشكل يكون أكثر مردودية.

وقبل الخوض في الدور الذي تؤديه الصكوك الإسلامية في إرساء و تمتين دعائم كفاءة الأسواق المالية، لا بد من التطرق إلى مفهوم الكفاءة و متطلبات تحقيقه على أرض الواقع . وعليه تعرف الكفاءة بأنها: "السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق و تحليلها و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية ".

من اجل الوصول إلى التخصيص الكفء للموارد المالية يجب توافر الشرطين التاليين:

أ. كفاءة التسعير :

و يقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة .

ب. كفاءة التشغيل:

ويقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب و العرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة و بذلك تحدث عملية التداول بسرعة و بحجم كبير و من ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق

المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفض أسعار أوراقها المالية، وتغير العرض و الطلب يحدث توازن في الاقتصاد و تحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق .

وأخيراً يمكن القول أن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية و توجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية وتقليل حدة المضاربات، (بني عامر، 2008، صفحة 196) كذلك ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك و التعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية و الاستثمارية . (كتاف، 2014، صفحة 102)

4.دراسة تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2010-2019):

عرفت الصكوك الإسلامية تطوراً كبيراً في السنوات التي تلت الأزمة العالمية 2008، وأصبحت تلعب دوراً بارزاً في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار، وتعتبر ماليزيا أكبر الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية.

1.4. نبذة عن نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

إن بداية العمل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت شركة "shell MDS Sdn Bhd" بإصدار وعرض الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه.

كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع وزارة المالية الماليزية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في السوق، واتخاذ خطوات جوهرية من بينها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي (ICMD) وذلك في سنة 1994. وفي أواخر نفس السنة تم إنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات الإسلامية IISG، وبعد مرور سنة كاملة تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية (SAC). (العراي وحمو، 2017، صفحة 74)

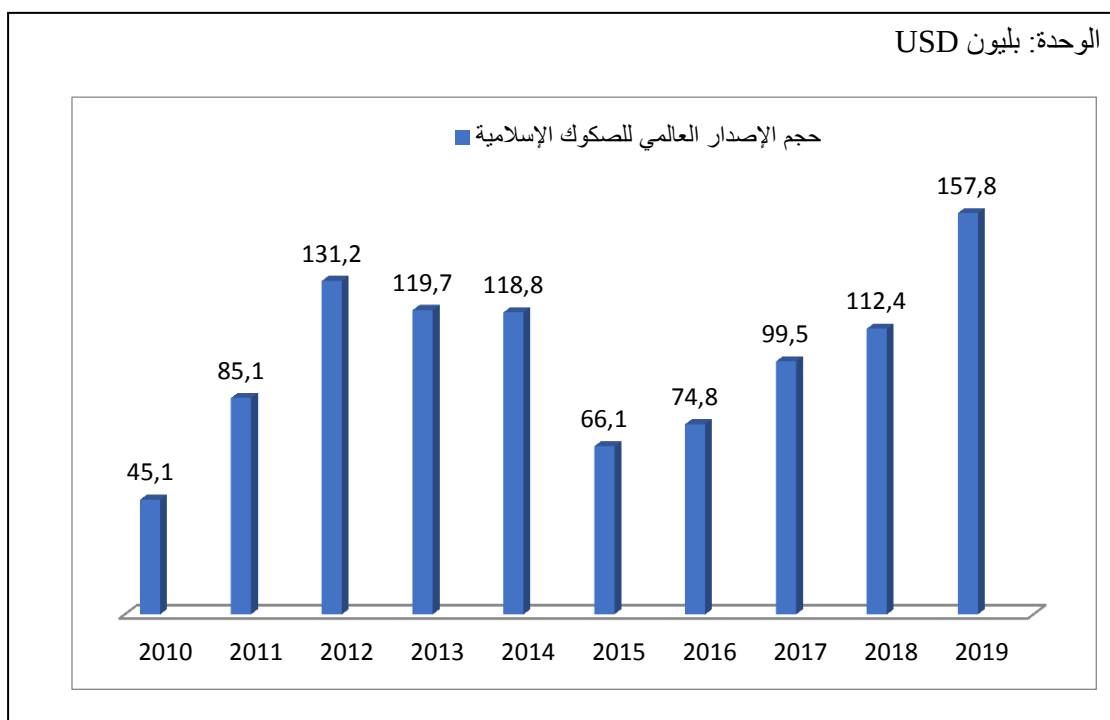
2.4. تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا والعالم خلال الفترة (2010-2019):

تستحوذ ماليزيا على أكبر حصة في سوق الصكوك العالمية حيث بلغ حجم إصدارها 53% من حجم الإصدار العالمي لسنة 2017، وبذلك تحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً من حيث قيمة الإصدار. وكان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية.

كما استمرت ماليزيا في السيطرة على مشهد سوق الصكوك لسنة 2017 بحجم إصدار يقدر بـ 35 مليار دولار، وهو ما شجع ماليزيا على فتح أسواق السندات والصكوك للمتعاملين والمستثمرين بالتجزئة، والترخيص لإصدار صكوك خضراء تهتم بالجانب البيئي. (https://ceif.iba.edu.pk/pdf/reuters-islamic-finance-development-report2018.pdf, البيئي، 2018)

حافظت ماليزيا على هيمنتها في سوق الصكوك العالمية، حيث شكلت 47.9% من إجمالي الصكوك العالمية القائمة، تليها المملكة العربية السعودية 21.7% في نهاية 2019. وبذلك ظلت ماليزيا المصدر الرئيسي للصكوك سنة 2019. (Report, 2019, p. 156) كما هو موضح أدناه في الشكل 3.2.1.

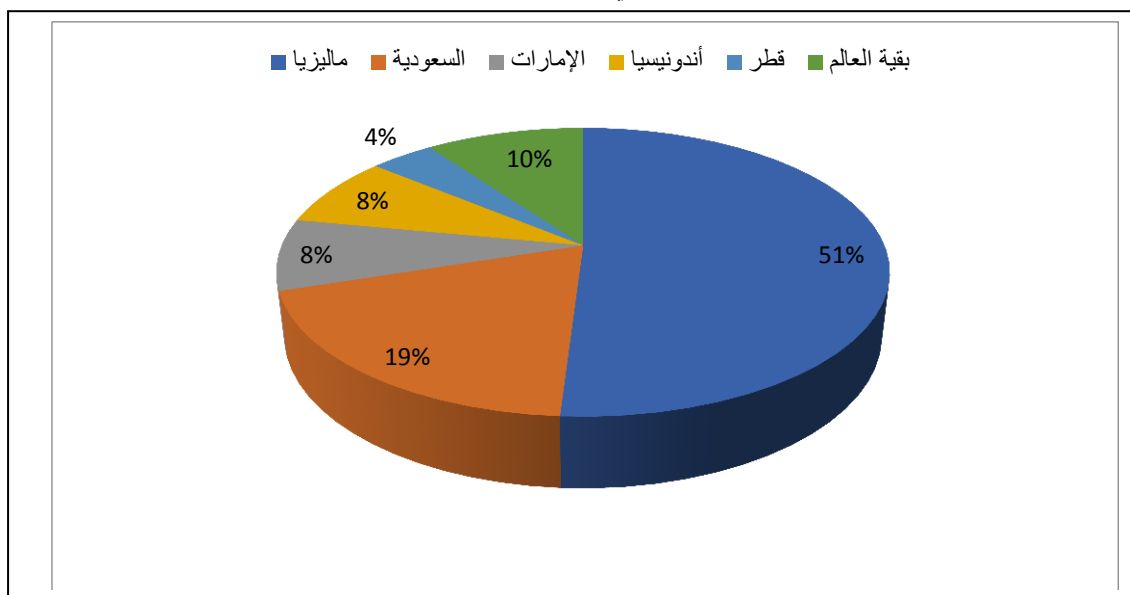
شكل 1. تطور الإصدار العالمي للصكوك للفترة (2010-2019)
الوحدة: بليون USD



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على :

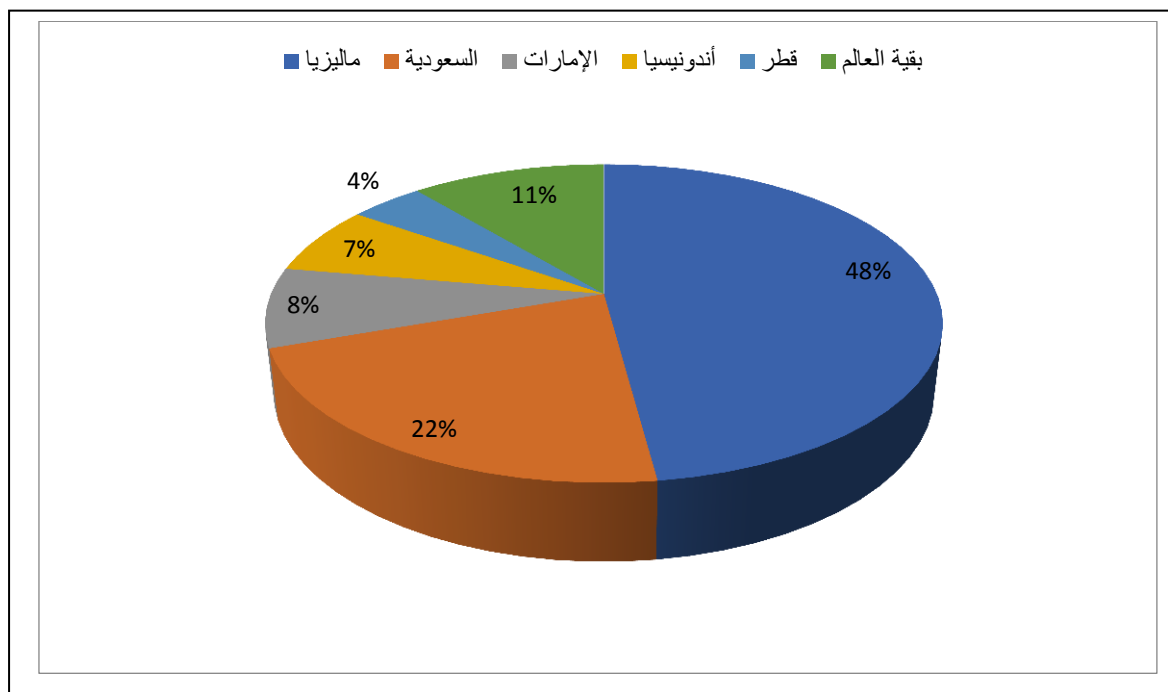
- Nik Mohamed Din Nik Musa, (2015) : Rol of islamic finance In infrastructure financing, bank Negara Malay sia kuala lumpur,p11
- Ahmed Nagib.I, (2017),RAM: Malaysia tops 2016 global sukuk market, disponible sur le lien: <http://www.theegemarkets.com/en/mode>.
- International Islamic Financial Market, (2019),IIFM Sukuk Report, 8^{eme} edition, p156.

الشكل 2. تداول إجمالي الصكوك حسب الدول (2010-2017)



Source: <https://www.icmn.my/global-capital-markets/sukuk/MIFC:Malaysia International Financial Islamic,2017>.

الشكل 3. تداول إجمالي الصكوك حسب الدول (2019)



Source: International Islamic Financial Market, (2019), IIFM Sukuk Report, 8^{eme} edition, p156

أ. تطور الحجم الإجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2010-2019):

إن التطور الملحوظ في إصدار الصكوك الماليزية خلال فترة الدراسة يفسر المكانة الهامة التي تحتلها الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث تم تخصيص وإنشاء سوق رأس مال إسلامي لغرض استخدام وتداول الأدوات المالية الإسلامية خصوصا أداة الصكوك تلبية لرغبات المتعاملين والشركات الماليزية الذين لا يرغبون في التعامل بالأدوات المالية التقليدية ذات الفائدة في الشريعة الإسلامية.

جدول 1. تطور الحجم الإجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2010-2019) (الوحدة بليون RM)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
حجم الصكوك الإسلامية المصدرة	132.8	184	326.5	275.8	262.76	117.7	129.45	168.68	199.9	222.4

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- <http://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capitl-market-statistics>.
- International Islamic Financial Market, (2019), IIFM Sukuk Report, 8^{eme} edition, p157.

يتضح من خلال الجدول أن سنة 2010 سجلت إصدارا ضعيفا للصكوك بحجم يقدر ب 132.8 بليون RM وهذا راجع إلى تأثيرات الأزمة المالية العالمية التي تأثرت كثيرا منها دول جنوب شرق آسيا، حيث امتدت آثار هذه الأزمة إلى إصدارات 2009 (116.4 بليون RM) وإصدارات 2010 (132.8 بليون RM). أما أحسن فترة شهد فيها ازدهار سوق الصكوك الماليزي كانت في سنوات 2012، 2013، 2014، بحجم إصدار يقدر ب 326.5 بليون RM، 275.8 بليون RM، 262.76 بليون RM، على التوالي، ويرجع ذلك إلى تزايد الطلب على الصكوك من طرف المتعاملين والشركات، وتزايد الصكوك السيادية (الحكومية) التي أصدرتها الحكومة الماليزية في هذه الفترة، بالإضافة إلى تراجع الإقبال على السندات التقليدية في هذه السنوات الثلاث. أما سنة 2015 تراجع إصدار الصكوك إلى 117.7 بليون RM.

ويتضح كذلك من خلال الجدول أن سوق الصكوك الماليزي انتعش نسبيا في سنتي 2016 و 2017 بحجم إصدار قدره 168.68 بليون RM، و 129.45 بليون RM على التوالي، وذلك بفضل الإقبال المتزايد على إصدار صكوك الشركات (Sukuk corporate)، ويستمر في الانتعاش إلى سنتي 2018، 2019 ب 199.9 بليون RM، و 222.4 بليون RM على التوالي.

3.4. التمويل بالصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في ماليزيا:

يختلف حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا مقارنة بحجم إجمالي السندات الصادرة، ويتم توضيح ذلك من خلال الجدول أدناه:

الجدول 2. حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بحجم إجمالي السندات الصادرة خلال الفترة (2010-2017)

السنوات	الصكوك الإسلامية المصدرة من مجموع السندات المصدرة (%)	حجم الصكوك الإسلامية المصدرة (بليون RM)	حجم إجمالي السندات المصدرة (بليون RM)
2010	32.4	132.8	410.5
2011	35.5	184	518.8
2012	51.3	326.5	635.5
2013	54.9	275.8	502.2
2014	53.4	262.76	492.23
2015	43.6	117.7	270.15
2016	53.8	129.45	240.6
2017	53.04	168.68	318.0

Source: - <http://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capitl-market-statistics>

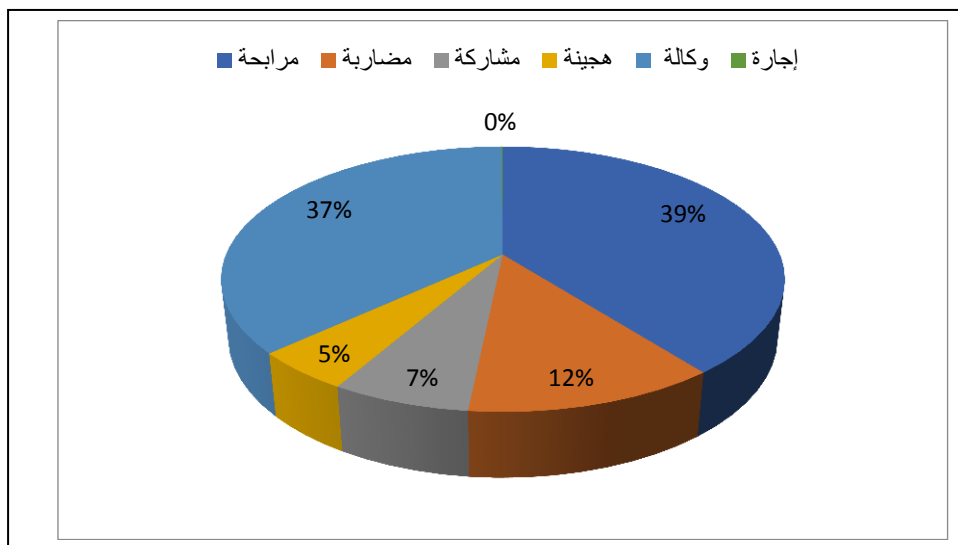
شهدت نسبة إصدار الصكوك ارتفاعا متزايدا خلا الفترة 2010-2013 حيث بلغت ما نسبته 54.9% إجمالي السندات الصادرة، وهذا راجع لتركيز ماليزيا على جذب الاستثمارات الأجنبية من أجل جعل ماليزيا سوقا مالية إسلامية دولية هذا من ناحية، بالإضافة إلى تميز الصكوك الإسلامية بالقبول داخل وخارج ماليزيا نظرا لما تحققه من مزايا لمختلف المتعاملين وخاصة في مجال توفير السيولة ووجود عائد جيد على صكوك (المراجعة، المشاركة، والإجارة) مما زاد من رغبة المتعاملين فيها من ناحية أخرى، حيث ساهم هذا في زيادة الطلب على الصكوك وتقهقر السندات التقليدية.

أما بالنسبة لسنتي 2014 و 2015 فقد سجلت نسبة إصدار الصكوك انخفاضا طفيفا عما شهدته سنة 2013، وهذا راجع إلى مجموعة من العوامل من بينها انخفاض قيمة الرينجيت، التدبدب في أسعار النفط، وقرار من البنك المركزي الماليزي لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين. لكن في سنة 2016 و 2017 استرجع سوق الصكوك الماليزية عافيته وانتعاشه بفضل تنوع إصدارات الصكوك حسب الصيغ أو حسب المصدر (صكوك سيادية، صكوك شركات)، حيث تم تسجيل إصدار صكوك بقيمة 129.4 بليون RM سنة 2016 وفي سنة 2017 تم إصدار حوالي 168.7 بليون RM.

4.4. توزيع الصكوك الإسلامية الماليزية حسب الصيغة سنة 2019:

في ماليزيا، يوفر سوق الصكوك حلولا من خلال مجموعة متنوعة من هياكل الصكوك باستخدام عقود إسلامية مختلفة مثل المراجعة، الوكالة، المضاربة، والمشاركة والصكوك الهجينة القائمة على مجموعة من العقود الشرعية. يتم دعم هياكل الصكوك من خلال نشاط اقتصادي حقيقي ولديها القدرة على الاستفادة من قاعدة مستثمرين أوسع بما في ذلك المستثمرين الأجانب. كما يستفيد عدد متزايد من الشركات، بما في ذلك الشركات الأجنبية من قوة سوق رأس المال في ماليزيا لإصدار أوراق تجارية منتظمة قصيرة الأجل لتلبية احتياجاتها التمويلية المستمرة. ويمكن توضيح توزيع الصكوك الإسلامية الماليزية حسب الصيغة في الشكل أدناه:

الشكل 4. توزيع الصكوك الإسلامية المالية حسب النوع 2019



Source: International Islamic Financial Market, (2019), IIFM Sukuk Report, 8^{eme} edition, p158.

يرجع السبب وراء سيطرة صكوك المراجعة على سوق الصكوك المالية إلى سهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة وكذلك انخفاض المخاطر فيها.

4. الخاتمة:

تناولنا في هذه الدراسة موضوع الصكوك المالية الإسلامية كآلية لأحداث التوازن بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي و لقد تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن الصكوك المالية الإسلامية أداة تمويل ناجحة في الاقتصاد و تعتبر من أهم أدوات المالية الإسلامية لتحل بديلا عن الأدوات المالية التقليدية. و تعد ماليزيا تجربة رائدة في مجال المالية الإسلامية عموما وفي الصكوك الإسلامية خصوصا حيث أصبح سوقها المالي يعتمد على الأدوات المالية الإسلامية منصفة مع الأدوات المالية التقليدية مما جعلها من النماذج التي بنت اقتصادها على المالية الإسلامية.

اختبار الفرضيات:

- لقد برهنت الدراسات على أن التمويل التقليدي الربوي يساهم في انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي من خلال معدل الفائدة الذي يمثل درجة انحراف التمويل التقليدي عن القطاع الحقيقي، كذلك برهنت الأزمة المالية 2008 أنها جاءت نتيجة التوسع في الأنشطة الوهمية على حساب تمويل الأنشطة الحقيقية من خلال التوريق و المضاربة فكلا منهما ساهم في تعميق الفجوة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي. ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

- تبين أيضا الدراسة أن الصكوك المالية الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية و توجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية و تقليل حدة المضاربات كذلك ازدياد كميتها و نوعيتها يؤدي إلى زيادة درجة عمق السوق و اتساعها و هذا يؤدي إلى تحقيق كفاءة السوق وبذلك فهي تتمتع بقدرة تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي و المالي نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك و ابتعادها

عن الربا و اعتمادها على الربح مما مكنها من تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس مقارنة بنظيرها من أدوات التمويل الربوية. و هو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

- و لقد برهنت نتائج الدراسة التطبيقية على المساهمة الفعالة و البارزة للصكوك الإسلامية في تنشيط و تطور السوق المالي الماليزي حيث شهدت الصكوك المالية في ماليزيا تطور من سنة لأخرى لتشهد فترة 2010-2019 تطورا ملحوظا لتصدر ماليزيا دول العالم من حيث الإصدارات حيث بلغ حجم إصدارها 53% من حجم الإصدار العالمي سنة 2017 و حافظت على هيمنتها في سوق الصكوك العالمية حيث شكلت 47.9% من إجمالي الصكوك العالمية كذلك أصبح سوقها المالي يعتمد على الأدوات المالية التقليدية مما جعلها من النماذج البارزة في هذا المجال، و منه صحة الفرضية الثالثة.

نتائج الدراسة : خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- انفصال التمويل التقليدي عن الاقتصاد الحقيقي بسبب اعتماده على أدوات لا يجيز الشرع الإسلامي التعامل بها مما أدى إلى حدوث أزمة 2008.
- لاقت الصكوك المالية الإسلامية روجا كبيرا على المستوى العالمي و أسهمت بإحداث نقلة نوعية في عمليات التمويل المختلفة خصوصا بعد الأزمة المالية 2008
- تساهم الصكوك المالية الإسلامية كبديل شرعي لأدوات التمويل الربوية التقليدية في أحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي.

- تعد التجربة الماليزية من التجارب الرائدة في مجال استخدام الصكوك الإسلامية في أسواقها المالية.
- تحتل الصكوك الإسلامية مكانة هامة في سوق الأوراق المالية الماليزية بفضل منافستها الشديدة للسندات التقليدية .

التوصيات و المقترحات

- بناء على النتائج السابقة يمكن صياغة التوصيات و المقترحات التالية:
- ضرورة إعادة النظر في التمويل التقليدي الربوي.
- ضرورة تطوير الصكوك الإسلامية بالجمع بين المصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية .
- ضرورة الاستفادة من الأزمة المالية العالمية بغية نشر ثقافة الصناعة المالية الإسلامية عامة و الصكوك خاصة
- تعتبر التجربة الماليزية تجربة رائدة يمكن للدول الناشئة الاقتداء بها خاصة و أن ماليزيا بصناعة المالية الإسلامية و تفعيل سوق مالي إسلامي و إصدار صكوك دولية جعلها ترسخ نفسها باعتبارها المركز المالي العالمي للمالية الإسلامية.

آفاق البحث

- من خلال هذا البحث نقترح مشاريع بحث مستقبلية حول:
- متطلبات إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري.
- تقييم تجارب إصدار الصكوك الإسلامية في الدول المختلفة.

المراجع باللغة العربية:

- النعاس صديقي، عز الدين حملة، و هاجر عبد الدائم. (2020). الصكوك المالية الإسلامية كبديل شرعي في دعم التنمية الاقتصادية (تجربة ماليزيا 2010-2016)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 2، العدد 2،
- رفيق يونس المصري. (2012). التمويل الإسلامي. الطبعة 1، دار القلم، دمشق، سوري.
- زاهرة علي محمد بني عامر. (2008). التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية. جامعة الأردن: رسالة ماجستير. جامعة الأردن.
- سامي بن إبراهيم السويلم. (2007). التحوط في التمويل الإسلامي. الطبعة 1، البنك الإسلامي للتنمية. جدة، السعودية.
- سامي بن إبراهيم السويلم. (2011). مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي. البنك الإسلامي للتنمية. جدة، السعودية.
- شافية كتاف. (2014). أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14.
- صالح صالح، و عبد الحليم غربي. (2009). كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الجارية. الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية. جامعة المير عبد القادر للعلوم الإسلامية. قسنطينة.
- عبد الحفيظ محبوب. (2009). خطر الانفجار الفقاعي الوهمي على الاقتصاد. المجلة الاقتصادية الإلكترونية. تاريخ الاسترداد 10 02، 2021، من www.aleqt.com/2009/02/16/article196527.print.
- عبد القادر زيتوني. (2010). التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية. المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن.
- كمال محمد سامي يوسف. تقويم تجربة الصكوك المالية الإسلامية. تاريخ الاسترداد 15 02، 2021، من <http://www.simpopdf.com>.
- مجمع الفقه الإسلامي، (2009)، قرار رقم 178 (19/4)، الدورة 19، رابطة العالم الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة.
- مصطفى العراي، و سعدية حمو. (مارس، 2017). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد - ماليزيا نموذجاً. مجلة البشائر الاقتصادية. المجلد الثالث. العدد 1.
- نوال بن عمارة. (2011). الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين. مجلة الباحث. العدد 9.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). المعيار الشرعي رقم 17 بعنوان صكوك الاستثمار. المنامة. البحرين.

المراجع باللغة الأجنبية:

- <http://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capitl-market-statistics>
- <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/reuters-islamic-finance-development-report2018.pdf>.
- Ahmed Nagib.I, (2017), RAM: Malaysia tops 2016 global sukuk market, disponible sur le lien <http://www.theegemarkets.com/en/mode>.
- A.Michel. (2008). Comprendre la crise du crédit structuré. la lettre de CEPII N 275.
- International Islamic Financial Market, (2019), IIFM Sukuk Report, 8^{eme} edition,.
- Nik Mohamed Din Nik Musa, (2015) : Rol of islamic finance In infrastructure financing, bank Negara Malay sia kuala lumpur,
- Michel Dévoluy. Réguler sans tabou. disponible sur le lien: opee.unistra.fr/IMG/pdf/19-article.pdf consulter le 17.02.2018.