

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة غليزان

كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير



قسم العلوم الإقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الإقتصادية

تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التوازن المالي

(تجربتي السودان و ماليزيا واستفادة الجزائر منها)

" The role of Islamic sukuk in achieving financial balance"

تحت إشراف:

أ. مزيان محمد توفيق.

من إعداد الطالبين:

➤ عصمان أيمن.

➤ خضراوي صفاء.

أعضاء اللجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة غليزان	بشيكير عابد
مشرفا ومقررا	جامعة غليزان	مزيان محمد توفيق
ممتحنا	جامعة غليزان	بديار أحمد

السنة الجامعية: 2022-2023.



# شكر وتقدير

الحمد لله الذي وهبنا التوفيق والسداد ومنحنا الثبات  
وأعاننا على إتمام هذا العمل بعد أن سافرنا لنضع النقاط على  
الحروف ونكتشف ما وراء ستار العلم والمعرفة وهاهي ثمار  
علمنا قد أينعت وحن قطافها، هذه كلماتنا المبعثرة نهمس بها  
في أذن كل من سيفتح هذه المذكرة.

هي أيضا كلمات شكر الى من حثنا وغرس فينا الأمل  
والارادة الى كل من الاساتذة المشرفة وجميع أساتذة الكلية،  
الى جميع من ساعدنا من قريب أو بعيد.

# إهداء

إلى صاحب السيرة العطرة والفكر المستنير فلقد كان له الفضل الأول في بلوغي  
التعليم العالي (والدي الحبيب) أطال الله في عمرة.

إلى من وضعتني على طريق الحياة وجعلتني رابط الجأش وراعتني حتى صرت كبيرا  
(أمي الغالية) طيب الله ثراها.

إلى إخوتي من كان لهم بالغ الأثر في كثير من العقبات والصعاب.

إلى أصحاب الدرب والطفولة كل من (عبد اللطيف، قيس، وليد، عز الدين،  
محمد، كريم، سليمان) على مجهوداتهم و سندهم .

إلى زميلتي (خضراوي صفاء) التي لم تضيع وقتنا إلا اجتهدنا فيه من أجل هذا  
العمل.

وأشكر جزيل الشكر الأستاذ الفاضل (مزيان محمد التوفيق) الذي أشرف على  
مذكرتي وحرص على توجيهي ومساعدتي لإتمام هذه المذكرة، ولا أنسى صديقي (بن قردي  
أسامة).

عصمان أيمن

# إهداء

إلى من علمني العطاء بدون إنتظار أبي الغالي، إلى من علمتني الصبر والنجاح أُمي الحبيبة.

إلى إخوتي فهم سندي في هذه الحياة.

إلى زميلي عصمان أيمن على دعمه المعنوي و المعرفي.

إلى جميع عائلتي كبيرا وصغيرا.

إلى صديقاتي و رفيقة دربي على ماقدموه من تشجيع و إرشاد.

إلى أستاذي مزيان محمد التوفيق على نصائحه ومرافقته لنا من أجل إتمام هذا العمل.

إلى السادة المشرفين وكل أساتذة الكلية.

"إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع"

خضراوي صفاء

## ملخص:

شهدت الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة اهتماما كبيرا و خاصة الدول الإسلامية من اجل تحقيق التوازن المالي، و تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية شائعة في الاقتصاد الإسلامي و يمكنها أن تحقق التوازن المالي من خلال تقديم فرص استثمارية جديدة للمستثمرين و تشجيع المصدرين على تنفيذ المشاريع المربحة التي تحقق فوائد اقتصادية للجميع مما يساعد على تعزيز النمو الاقتصادي و تعزيز التنمية المستدامة، بالإضافة الى القبول الذي تحظى به في المجتمعات الإسلامية الراضة لفكرة الاساليب الربوية لتكون بذلك بديلا شرعيا متعدد الأطراف.

إن أهمية هذه الدراسة ابرزت لنا ان الصكوك الإسلامية لعبت دورا مهما على دولتي السودان و ماليزيا في التأثير على التنمية الاقتصادية و التخفيف من عجز الموازنة العامة لكلا البلدين فهذه الاداة اصبحت ضرورية لاستخدامها في البنوك التجارية الجزائرية مستقبلا لخلق توازن مالي.

**الكلمات المفتاحية** الصكوك الإسلامية، التوازن المالي، الموازنة العامة.

## summary:

Recently, Islamic sukuk has witnessed a great deal of interest, especially in Islamic countries, in order to achieve financial balance. Economic benefits for all, which helps to promote economic growth and promote sustainable development, in addition to the acceptance it enjoys in Islamic societies that reject the idea of usurious methods, to be thus a legitimate alternative to multilateralism.

The importance of this study showed us that the Islamic bonds played an important role in the countries of Sudan and Malaysia in influencing economic development and reducing the general budget deficit of both countries. This tool has become necessary to be used in Algerian commercial banks in the future to create a financial balance.

**Keywords:** Islamic instruments, financial balance, general budget

# فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
أ	➤ شكر و تقدير
ب	➤ الاهداء
ت	➤ فهرس المحتويات
ث	➤ قائمة الجداول
ج	➤ قائمة الاشكال
	➤ الفصل الاول المقدمة العامة
04-01	➤ تمهيد
	➤ الفصل الثاني الادبيات النظرية حول الصكوك الاسلامية و التوازن المالي.
05	➤ تمهيد
06	➤ مفهوم الهندسة المالية
07-06	➤ مبادئ الهندسة المالية
10-07	➤ منتجات الهندسة المالية الاسلامية
10	➤ مفهوم الصكوك الاسلامية
11	➤ اهمية الصكوك الاسلامية
14-11	➤ انواع الصكوك الاسلامية
15-14	➤ العوامل المؤثرة على الصكوك المالية الاسلامية
17-15	➤ اوجه المقارنة بين الصكوك و الاوراق المالية التقليدية
18-17	➤ طرق التصكيك و شروطه
18	➤ القطاعات العملية في التصكيك
19-18	➤ اركان الصكوك
19	➤ ماهية التوازن المالي
20	➤ انواع التوازن المالي
20	➤ شروط التوازن المالي
25-21	➤ مؤشرات التوازن المالي
27-26	➤ مزايا المرتبطة بتحقيق التوازن المالي الكلي

27	➤ العيوب و التحديات التي تواجه التوازن المالي الكلي
28	➤ مفهوم التحليل المالي
29-28	➤ اهداف التحليل المالي
29	➤ وثائق التحليل المالي
30	➤ الاطراف المستفيدة من التحليل المالي
30	➤ التحليل المالي باستعمال النسب المالية
34-31	➤ انواع النسب المالية
35	➤ ماهية التشخيص المالي
37-35	➤ طرق التشخيص المالي
37	➤ اهداف التشخيص المالي
38-37	➤ مقومات التشخيص المالي
40-38	➤ الاطراف المستفيدة من التشخيص المالي
40	➤ علاقة الصكوك الاسلامية في تحقيق التوازن المالي
41	➤ خلاصة الفصل
	➤ الفصل الثالث دراسة تحليلية لاصدار الصكوك في العالم
42	➤ تمهيد
49-43	➤ واقع و تطور صناعة الصكوك الاسلامية عالميا خلال الفترة 2001-ديسمبر 2019م.
49	➤ تجربة الصكوك الاسلامية في ماليزيا
49	➤ تاريخ ظهور سوق راس المال الاسلامي بماليزيا
50	➤ اهم مراحل تطور سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا
51	➤ واقع الصكوك الاسلامية في ماليزيا
52	➤ دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا
54-52	➤ تأثير التمويل بالصكوك الاسلامية على بعض المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا
55	➤ ايجابيات و سلبيات التجربة الماليزية
55	➤ التجربة السودانية في تمويل عجز الموازنة العامة باستخدام الصكوك الاسلامية

60-56	➤ ظهور الصكوك الاسلامية في السودان و انواعها
63-60	➤ تقييم مساهمة الصطوك في تحقيق التنمية الاقتصادية في السودان
64-63	➤ تقييم مساهمة الصكوك في تغطية عجز الموازنة العامة للسودان
66-64	➤ التحديات التي تواجه عمل الصكوك في تنمية الاقتصاد السوداني
66	➤ مزايا الصكوك الاسلامية في السودان
69-67	➤ واقع عجز الموازنة في الجزائر للفترة 2017-2012
70-69	➤ استشراف صناعة الصكوك الاسلامية في الجزائر
74-70	➤ المتطلبات العامة و المؤسسة لتطبيق الصكوك الاسلامية
75	➤ خلاصة الفصل
	➤ الفصل الرابع خاتمة عامة
79-76	➤ الخاتمة
82-80	➤ قائمة المصادر و المراجع

## قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الفصل-رقم الجدول
16	الفرق بين الصكوك الاسهم و السندات	الجدول رقم (1.2)
46-45	القيمة الاجمالية لاصدارات العالمية لصكوك الاسلاميه حسب الدول.	الجدول رقم (1.3)
48	الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغة التمويل للفترة (2001م-ديسمبر 2019م)	الجدول رقم (2.3)
50	أهم مراحل تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.	الجدول رقم (3.3)
54	نسبة الصكوك السيادية الى الناتج المحلي الاجمالي وميزانة الدولة.	الجدول رقم (4.3)
59-58	القيمة الإجمالية لصكوك الإسلاميه المصدره في السودان للفترة 2013-2018.	الجدول رقم (5.3)
60	تطور إصدار الصكوك حسب نوع العميل للفترة 2013-2018.	الجدول رقم (6.3)
61	مساهمة الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية السودانية للفترة 2013-2018.	الجدول رقم (7.3)
62	دور الصكوك في زيادة الناتج المحلي الإجمالي في السودان للفترة 2013-2018.	الجدول رقم (8.3)
63	دور الصكوك في تغطية عجز الموازنة العامة في السودان للفترة 2013-2018 .	الجدول رقم (9.3)
67	أرصدة الموازنة العامة في الجزائر .	الجدول رقم (10.3)
69-68	تطور عناصر الإيرادات العامة في الجزائر للفترة 2012 - نوفمبر 2017.	الجدول رقم (11.3)

## قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الفصل-رقم الشكل
29	المخطط العام لوظائف التحليل المالي.	الشكل رقم (1.2)
43	القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك الإسلامية للفترة (2001-ديسمبر 2019م).	الشكل رقم (1.3)
47	حجم الإصدارات حسب الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية للفترة (2001م-ديسمبر 2019م).	الشكل رقم (2.3)
51	حجم الصكوك الإسلامية في ماليزيا .	الشكل رقم (3.3)
53	الناتج المحلي للفرد الواحد قبل وبعد إصدار الصكوك السيادية لتمويل البنية التحتية في ماليزيا.	الشكل رقم (4.3)
68	تطور حجم الإيرادات العامة و النفقات العامة في الجزائر للفترة 2012-نوفمبر 2017.	الشكل رقم (5.3)

الفصل الأول

مقدمة عامة

## 1. تمهيد

شهدت أسواق المال العالمية طفرة هائلة في مجال الابتكارات المالية والتي شكلت أساسا الهندسة المالية، فالتوسع و تعدد أدوات الاستثمار المتاحة في الأسواق المالية أدى الى رفع في السيولة و إتاحة المزيد من التمويل عن طريق جذب المستثمرين و تقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل، إضافة الى ذلك فإن الهندسة المالية تقوم بإدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للأعوان الاقتصاديين خدمة أهدافهم.

وبالموازاة مع ذلك فتظهر مما يسمى بالهندسة المالية الاسلامية والتي تتمثل في مجموعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات استحداث وتصميم وتطوير لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة والمستحدثة، إضافة الى صياغة حلول ابداعية لمشاكل التمويل مع ضرورة توافق كل تلك العمليات والأدوات للشريعة الاسلامية.

ان أهم أداة للهندسة المالية الاسلامية يعرف ب «صكوك الاستثمار» فهي أداة من أدوات حشد الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية و تطوير الاستثمار بأقل الأخطار وأيضا آلية فعالة لربط الموارد بالاستخدامات و الادخار بالاستثمار، ويمكن مراقبة الأداء من واقع الشفافية و الافصاح للمعلومات مما يساعد على ارتفاع مستوى الأداء.

يتمثل التوازن المالي في الاقتصاد بتوازن بين الطلب و العرض على الخدمات والسلع والعملية، ويعتمد التوازن المالي على العديد من العوامل مثل معدل الفائدة، معدلات النمو الاقتصادي، التضخم والصادرات والواردات، حيث يحقق التوازن للأفراد والتوازن بين الإيرادات والمصروفات ويسمح لهم بتحقيق أهدافهم المالية على المدى البعيد، وبالنسبة للشركات فهو يحقق التوازن بين الاستثمارات والانتاجية، ويمكن أن يكون التوازن المالي أمرا صعبا لتحقيقه في العديد من الحالات حيث يتطلب التوازن المالي التوازن بين عدة عوامل ويعتمد بشكل كبير على الاقتصاد والمتغيرات الاقتصادية والسياسات المالية المتبعة من الحكومة أو المؤسسات.

إن حجم التطور الذي وصل اليه العالم عبر صناعة الصكوك الاسلامية سنتعرف عليه من خلال دراسة تجرّبت كل من السودان وماليزيا، ومن تم دراسة إمكانية تطبيق فكرة صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر كأحد الحلول لتمويل العجز الموازي.

## 2. اشكالية الدراسة:

➤ ما هو دور الصكوك الاسلامية في تحقيق التوازن المالي؟

## 3. الأسئلة الفرعية:

ومن هذا المنطلق وللإجابة على اشكالية هذه الدراسة يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي أنواع الصكوك؟ وما الفرق بين الصكوك والأوراق المالية التقليدية؟
- ماهي شروط تحقيق التوازن المالي؟
- كيف أثر اصدار الصكوك الإسلامية على الموازنة العامة في بلدان العالم؟

#### 4. فرضيات الدراسة:

بغرض تسهيل مفاهيم الموضوع المناقش ننتقل من لفرضية التالية:

- تساهم خصائص الصكوك الإسلامية في تغطية احتياجات الدولة في تمويل المشاريع البنية التحتية والتنمية.
- مؤشرات التوازن المالي له دور في دراسة وضعية المؤسسة لاتخاذ قراراتها المستقبلية.
- للصكوك الإسلامية دور كبير في زيادة الناتج المحلي الاجمالي وتقليص عجز الموازنة العامة في السودان وماليزيا.

#### 5. أهداف الدراسة:

يسعى هذه الدراسة الى تحقيق عدة أهداف منها:

- ❖ تقديم عرض متكامل و مختصر للجانب النظري للصكوك، من حيث أنواعها وآليات إصدارها وكيفية تداولها وغير ذلك.
- ❖ معرفة دور مؤشرات التوازن المالي في دراسة وضعية المؤسسة.
- ❖ ابراز دور التحليل المالي في اتخاذ القرار للمؤسسة.
- ❖ دور اصدار الصكوك الإسلامية في التنمية المحلية لبلدي السودان وماليزيا.
- ❖ محاولة تقديم مقترح واعطاء تصور عن فكرة اصدار الصكوك في السوق المالية الجزائرية، مع محاولة تنمية المعاملات المالية الإسلامية فيها عموما.

#### 6. أهمية الدراسة:

- الكشف عن أهمية الصكوك المالية الإسلامية في التمويل و التي تتجاوز الآثار السلبية للأدوات التقليدية .
- معرفة واقع عجز الموازنة العامة في الجزائر خلال الفترة الحالية .
- لفت انتباه الدولة إلى ضرورة الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية خاصة مع ازدياد أهميتها مؤخرا في ظل شح الموارد المالية.

7. مبررات اختيار الموضوع:

أ. الأسباب الشخصية:

- جاء هذا الاختيار بحكم انتمائي لتخصص الاقتصاد النقدي والبنكي.
- إثراء المكاتب وخاصة مكتبة الكلية بما كذا مواضيع تمكن وتتيح للباحث مزيد من الفرص لتطوير الأفق الدراسية.

ب. الأسباب الموضوعية:

- يعتبر من المواضيع الأكثر رواجاً في دول العالم خاصة الإسلامية منها.
- أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز التنمية والتوازن الاقتصادي.

8. حدود الدراسة:

لقد تطرقنا في هذه الدراسة حول الصكوك الإسلامية ومدى تأثيرها على التوازن المالي، حيث تركزت هذه الدراسة على:

أ. الحيز المكاني: تم التركيز عن حالة السودان، ماليزيا والجزائر كحيز مكان للدراسة لإبراز تأثير الصكوك الإسلامية على التنمية المحلية.

ب. الحيز الزمني: تم التركيز في الفترة 2013-2018.

9. منهج الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، اتخذنا بمنهج الدراسة التحليلية والذي ركزنا فيه بتحليل أهم مؤشرات المالية من أجل إبراز دور إصدار الصكوك المالية الإسلامية.

10. صعوبات الدراسة:

- صعوبة الحصول على المعلومات.
- دراسة وتطبيق الصكوك الإسلامية كأداة تمويل إسلامية غير مفعلة كلية في المصارف الجزائرية.
- صعوبة جمع المراجع الخاصة بالصكوك المالية الإسلامية خاصة الحديثة منها.

11. هيكل الدراسة:

❖ **الفصل الأول:** كانت عبارة عن مقدمة تناولنا فيها موضوع دور الصكوك الاسلامية في تحقيق التوازن المالي.

❖ **الفصل الثاني:** تحدثنا في هذا الفصل الى المفاهيم العامة لكل من المهندسة المالية والصكوك الاسلامية والتوازن المالي والتحليل المالي والتشخيص المالي، حيث قسمنا هذا الفصل الى خمسة مباحث .

❖ **الفصل الثالث:** تطرقنا في هذا الفصل على تحليل اصدار الصكوك المالية الاسلامية في دول العالم بصفة عامة وتعمقنا في تحليل دولتي السودان وماليزيا بصفة خاصة، كما أشرنا عن ضرورة مراجعة الجزائر لتبني اصدار الصكوك الاسلامية مستقبلا، وقد قسمنا هذا الفصل الى أربعة مباحث.

❖ **الفصل الرابع:** وأخيرا خاتمة عامة بمثابة حوصلة عن دور الصكوك الاسلامية في تحقيق التوازن المالي مع تقديم الاقتراحات والتوصيات.

# الفصل الثاني

الأدبيات النظرية حول

الصكوك الإسلامية والتوازن

المالي

## تمهيد:

إن الصناعة المالية الإسلامية القائمة على مبدأ الإبداع والابتكار بإرشادات الضوابط الشرعية للمعاملات المالية من أفضل البدائل لتطوير الهندسة المالية التي من خلالها وفرت لنا الصكوك الإسلامية وهي أهم منتج للهندسة المالية الإسلامية باعتبارها أداة من أدوات التمويل والاستثمار، ومن خلال هذه الأداة فهي تؤثر بشكل مباشر على التوازن وخاصة المالي العام فهي تبقى نقطة خلاف فكري لكثير من الاقتصاديات الأيديولوجية رغم اتفاقهم على بعض النقاط التقاطعية والتي سوف نتطرق إليها في هذا الفصل.

## 1 مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية «مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول ابداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف»<sup>1</sup>.

ما يلاحظ على هذا المفهوم أنه لا يختلف عن مفهوم الهندسة المالية التقليدية من حيث الهدف، إلا أنه يتميز عنه بالمصادقية الشرعية.

وعليه هذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر الموالية:

1. تصميم أدوات مالية مبتكرة مثل بطاقة الائتمان وتصميم عقود تحوط مبتكرة.
2. تطوير الأدوات المالية أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.
3. أن تكون العناصر السابقة الذكر تتميز بالمصادقية الشرعية.

### 1.1 مبادئ الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن تحديد أربعة مبادئ للهندسة المالية الإسلامية، اثنتان يتعلّقان بالأهداف وهما التوازن والتكامل، واثنتان يختصان بالمنهجية الحل والمناسبة.

#### 1.1.1 مبدأ التوازن:

والمقصود به التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية ما يتعلق منها بالمصالح الشخصية وما يتعلق بالمصالح الاجتماعية ما يتعلق بالربح وما يتعلق بالأعمال الخيرية، ما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون. فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الرغبات والميول والحوافز ووضعت لكل الاطار المناسب له دون إفراط.

<sup>1</sup>زهراء بن تركي، 2017، مذكرة مقدمة ضمن ماستر تخصص مالية مؤسسة، جامعة أدرار، الجزائر، الصفحة 23.

**2.1.1 مبدأ الحل:**

ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات الحل والجواز إلا إذا خافت نصاً أو قاعدة شرعية، فالمعاملات المالية والاجتماعية عموماً هدفها إشباع الاحتياجات الفطرية، ولذلك كان الأصل فيها الحل والجواز.

وقاعدة الحل تقتضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول المحرمات، وهي الربا والغرر، وليس أحكام البيع وشروطه وأركانه، كما هو شائع، فالمحرمات إذا تم اجتنابها فالعقد صحيح بناءً على هذه القاعدة، ولذلك قاعدة الحل هي أساس الابتكار المالي، لأنها تدل على أن دائرة المسموح لا حدود لها، وعليه هذه القاعدة أساسية في فهم وتطوير المنتجات المالية الإسلامية.

**3.1.1 مبدأ التكامل:**

المبدأ الأساسي الذي يحكم تطوير المنتجات الإسلامية المالية هو التكامل بين التفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية، فالربا عزل لتفضيلات زمنية عن توليد الثروة، وفصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي.

**4.1.1 مبدأ المناسبة:**

المراد به تناسب العقد مع الهدف المقصود منه بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة وهذا معناه لا بد من ملائمة الشكل مع المضمون، وتوافق الوسائل مع المقاصد، فالصور وحدها لا تكفي لتقويم المنتج المالي، وهذا مدلول القاعدة الفقهية: «العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني».

وبناءً على ذلك فإن تقويم المنتج المالي يجب أن يمر بمرحلتين:

- النظر إلى الهدف والغاية من المنتج فإن كانت مقبولة فينظر حينئذ في الإجراءات.
- النظر في الإجراءات التعاقدية فإن كانت صحيحة كان المنتج مقبولاً.

**2.1 منتجات الهندسة المالية الإسلامية:****1.2.1 المشتقات المالية الإسلامية:**

أ. **عقود الخيارات:** الخيارات جمع خيار ومعناه الاختيار، ومعناها في الجملة طلب خير الأمرين، والاتجاه إليه.<sup>2</sup> ومن الواضح أن هناك فروقا جوهرية بين الخيار الشرعي المعروف في الفقه الاسلامي وعقود خيارات المتداولة في الأسواق المالية، من أبرز هذه الفروق أن الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل دون عقد البيع، فهو جزء من عقد البيع، وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع. أما الخيار المالي فهو عقد مستقل ناجز فيه عاقدان وصيغة ومحل العقد وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان.<sup>3</sup>

ب. **العقود الآجلة في اطار عقد السلم:** اذا ما كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل الشركات المشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا.

ان رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه فكان البدلين فيه مؤجلان.

أنه لا غرض للبائع والمشتري في العقود الآجلة والمستقبليات بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

### 2.2.1 العمليات التمويلية:

أ. **التوريق أو العمليات أو عمليات التصكيك للأصول:** تمثل عمليات التوريق للأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية أحد الأدوات المالية الهامة قصيرة الأجل والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى ادارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى، ويقصد بالتصكيك (التوريق) هنا عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به التي تمتلكها المؤسسة الى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، وعبر التوريق يمكن للمؤسسات المالية ولوج سوق النقد للاستفادة منه في توفير السيولة الى جانب المخاطر بالصورة التي تمكنها من تحقيق أهدافها بدقة.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> محمود أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، القاهرة-مصر، 1995.

<sup>3</sup> كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005، ص14.

<sup>4</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات، منتدى الصيرفة الإسلامية، إتحاد مصارف العربية، بيروت

لبنان، جويلية 2008، ص15.

**ب. الاستصناع والاستصناع الموازي:** يعتبر عقد الاستصناع من الصيغ الهامة التي تطبقها البنوك والمؤسسات المالية

الإسلامية على نطاق واسع بما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع، وما يتميز به من

خصائص عديدة غير متوفرة في غيره من العقود.

ومن المجالات التي تستخدم فيها الصيرفة الإسلامية عقد الاستصناع نذكر مايلي:

➤ الصناعة المتطورة والمهمة جدا في الحياة المعاصرة مثل استصناع الطائرات والقطارات والسفن ومختلف الآلات التي

تصنع في المصانع الكبرى أو حتى المعامل اليدوية.

➤ اقامة المباني المختلفة من المجمعات السكنية، المستشفيات، المدارس والجامعات إلى غير ذلك مما يؤلف شبكة الحياة

المعاصرة المتطورة.

أما الاستصناع الموازي هو الذي يتم بين المؤسسات المالية في عقد الاستصناع (الأصلي) الأول بصفة كونها بائعا، وبين

صانع آخر يتولى صنع الشيء بمواصفات مشابهة للموضوع المتفق عليه في العقد الأول، دون أن يكون هناك أي ارتباط

بين العقدين، فلا توجد علاقة حقوقية أو مالية بين المشتري النهائي الفعلي وبين الصانع البائع الفعلي.<sup>5</sup>

### 3.2.1 العقود المالية المركبة:

**أ. المراجعة من خلال المشاركة:** بالرغم من أن المراجعة صور من الدين الذي جاءت الشريعة بالترغيب عنه إلا أن

شيوعتها اليوم وإقبال المصارف الإسلامية عليها يستوجب محاولة إعادة صياغتها بصورة أقرب إلى نموذج الوساطة

المالية المبنية على النيابة أو المشاركة.

**ب. نموذج الوكالة بأجر:** يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع المصرف الإسلامي، من علاقة

المضاربة المشتركة التي تثير مشكلة تطبيقية وهي مسألة التداخل الزمني، وهي اختلاف مواعيد السحب والإيداع

بين المودعين ومواعيد بدء وتصفية الاستثمارات التي استخدمت فيها أموال المودعين، وهو يحول دون تحديد الربح

أو الخسارة الفعلية العائدة لأي ودیعة بعينها، ويقترح جمال الدين عطية أن تكون علاقة المصرف بالمودعين قائمة

على أساس الوكالة بأجر بدلا من المضاربة، وهذا المقترح يجعل دخل الصرف مستقلا عن مواعيد ونتائج عمليات

لاستثمار الفعلية.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق-سوريا، 2002، ص304.

<sup>6</sup> أحمد محمد محمود مصار، الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي، جريدة الغد، عمان-الأردن.

ت. نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة: سندات الإجارة هي نوع مبتكر من السندات الإسلامية، وهي جمع بين السند كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم، وآلياتها أن تكون هناك الخدمة موصوفة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلاً بحيث يكون الوصف تفصيلاً ولا يدع مجالاً للخلاف كأن يكون تعليم طالب جامعي تتوفر فيه شروط معينة ويحدد له مساق دراسي معلوم بزمنه و مدته ووصفه، بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة خدمة التعليم الجامعي بإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلاً، ويمثل السند حصة ساعية واحدة، ولحامل هذا السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن للسند الذي يمثل ملكيته للمنفعة، وهذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكفاءة أطراف العلاقة بشكل كفؤ وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية.<sup>7</sup>

## 2. الصكوك الإسلامية:

1.2 مفهوم الصكوك: يقصد بالصكوك الإسلامية تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول.<sup>8</sup>

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية عرفتها بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية 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.<sup>9</sup>

وانطلاقاً مما سبق يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحاً شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.

<sup>7</sup> قحف منذر، التعقيب على بحوث الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الاسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جده، 1990، ص166.

<sup>8</sup> طارق الله خان، أحمد حبيب، إدارة المخاطر-تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جده، 2003، ص55.

<sup>9</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية <المعايير الشرعية > المعيار رقم 17، البحرين، 2007، ص288.

## 2.2 أهمية الصكوك الإسلامية:

لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل أبرزها:<sup>10</sup>

- إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- تلبية احتياجات الدولة في تمويل المشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام. ويتضح مما سبق ونتيجة لزيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتوسعها سيؤدي حتما إلى زيادة تداول الأدوات المالية وتنشيط السوق المالية الإسلامية وتحاولها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعا.

## 3.2 أنواع الصكوك الإسلامية:

تقسم الصكوك الإسلامية إلى عدة أنواع، حيث نجد:<sup>11</sup>

- أ. **صكوك المضاربة:** هي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام شركة المصدرة بإدارة العامل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر) ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال، وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، وصكوك المضاربة المقيدة، وصكوك المضاربة المستردة بالتدرج، وصكوك المضاربة القابلة للتحويل.

<sup>10</sup> زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، المؤتمر العالمي، قوانين الأوقاف وإدارتها-واقع وتطلعات الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، من 20-22 أكتوبر 2009، ص 04.

<sup>11</sup> حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في أسواق الأوراق المالية-البورصة، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، 2001، ص 72.

المصدر لتلك الصكوك هو المضارب والمكتتبون فيها هم أصحاب المال وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد غلق باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع أما قبل النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود، وفي حال بيع الموجودات بثمن مؤجل فتراعى ضوابط بيع الدين.

**ب. صكوك المشاركة:** وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركات لإدارتها بصيغة وكالة الاستثمار.<sup>12</sup>

لصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى، المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركات في عقد الشركات وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبون في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة برمجها وخسارتها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدد المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، يستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مشاركتهم.

**ت. صكوك المراجعة:** هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة ما وتصبح هذه السلعة مملوكة لحملة الصكوك، والهدف من إصدار صكوك المراجعة هو تمويل عقد بيع بضاعة معينة كالمعدات والأجهزة فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري نيابة عن حملة الصكوك وتستخدم المؤسسات المالية حصيلة الصكوك في تملك البضاعة وقبضها قبل بيعها.

والمصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مراجعة وهم بذلك

<sup>12</sup> حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أدائها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، ط1، دار البازوري، 2011، ص127.

يستحقون ثمن بيعها، ويجب أن تكون بضاعة المرابحة هي ملك وحيازة مدير الإصدار، بصفته وكيلًا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحة، يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء البضاعة المرابحة ودفع مصروفاتها نقداً و ثمن بيع المشتري مرابحة على أقساط مؤجلة، ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.

**ث. صكوك الاستصناع:** هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما يدفعه ثمنًا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة و ثمن البيع.

فالمصدر لصكوك الاستصناع هو البائع والمكاتبون فيها هم المشترون للعينة المراد بيعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع ويملك حملة الصكوك ما يتم صنعه ويستحقون ثمن بيع العينة المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد وتتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العينة المباعة استصناعاً وقبض الثمن وتوزيعه على قبضة الصكوك.<sup>13</sup>

**ج. صكوك السلم:** تمثل ملكية شائعة في رأس السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى السلع وذلك بعد استلامها وقبل بيعها وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع، تعتبر صكوك السلم أداة متميز لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري فمن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.<sup>14</sup>

**ح. صكوك الإجارة:** هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Muhamed Ayub :Securitization sukuk and fund manegment potential to be relized by islamic financial ingtituations,p353,consulé le 20/07/2011.

<sup>14</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،مرجع سابق،ص314.

<sup>15</sup> Monzer Kahf. « the use of assets Ijara Bands for bridging the budget Gap »,islamic economic studies iric,islamic development Bank,jeddah,vol4,2/05/1997,p82.

وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للملك الصكوك، يتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية كما تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية الأصول المتاحة للاستثمار وهي أشهر أنواع الصكوك انتشاراً، وتتميز صكوك الإجارة بصلاحياتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشروعات كما تتمتع بمرونة على مستوى الاصدار أو على مستوى التداول وتوفر للمؤجر إيرادات ثابتة وشبه مستقر.

**خ. صكوك المزارعة:** وتحمل هذه الصكوك قيماً متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل التكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكة أو مالك منافعها والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل والمكتتبون هم أصحاب الأرض ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

**د. صكوك المساقات:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقات ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد وصكوك المساقات يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقات.

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكة والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقات وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساق صاحب العمل والمكتتبون هم أصحاب الأرض المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

## 4.2 العوامل المؤثرة على الصكوك المالية الإسلامية:

أهم التحديات التي تواجه الصكوك المالية الإسلامية: توجد مجموعة من التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية ويمكن حصرها في النقاط التالية:<sup>16</sup>

<sup>16</sup> فضل، عبد الله علي عجبنا، محاضرات في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز معهد الاقتصاد الإسلامي، السعودية 2015/12/31، ص 25.

- أ. **الاختلافات الشرعية:** تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية، وغيرها حيث يبالغون أحيانا في تشددهم ويحرمون هذه الصكوك لأقل الشبهات وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر وانخفاض في الأرباح.
- ب. **غياب الإطار التشريعي والتنظيمي:** ينظم عمل هذه الاصدارات ويوحدها خاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.
- ت. **التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية:** لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره.
- ث. **نقص الشفافية في بعض الإصدارات:** الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.
- ج. **نقص الموارد البشرية المؤهلة:** لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطورا سريعا، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدرّبة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه إن ضعف العاملين سيفرضها تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.

## 5.2 أوجه المقارنة بين الصكوك والأوراق المالية التقليدية:

يوضح الجدول رقم (01) الفرق بين الصكوك، الأسهم والسندات:

عناصر الفرق	الصكوك	السندات	الأسهم
الطبيعة	حصة ملكية مجزأة في الملكيات المحددة المدعومة بالموجودات أو القائمة بها أو المشاريع التجارية.	دين على المصدر	حصة ملكية في الشركة
الموجودات	حد أدنى لنسبة معينة من الموجودات العينية.	غير مطلوب	غير مطلوب
المطلوبات	ملكية المطالبات على الموجودات المحددة أو المشاريع التجارية.	مطالبة الدائنين على كيان الافتراض والامتيازات في بعض الحالات على الموجودات.	ملكية المطالبات على الشركة.
الأوراق المالية	ضمان حقوق الملكية في الموجودات المعينة أو المشاريع بالإضافة إلى أي هيكل لتعزيز الضمانات الإضافية.	عموما السندات غير مضمونة الا في حالات تمثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن ضمان التزامات الديون وشهادات صندوق الأمانة.	غير مضمونة
المبلغ الأصلي والعائد	غير مضمونين من قبل المصدر.	مضمونان من قبل المصدر.	غير مضمونين من قبل المصدر.
مصدر العائد	العائد من استثمار الأصول.	تحمل لسعر الفائدة.	العائد من استثمار الأصول.
الغرض	يجب إصدارها لأغراض التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.	إصدارها لأي غرض.	يمكن إصدارها لأي غرض.
التداول في الأوراق المالية.	لبيع في الملكية الخاصة في الموجودات والمشاريع.	أداة البيع الدين (مديونة).	بيع الأسهم في الشركات.
مسؤولية المالكين	المسؤولية عن واجبات محددة تتعلق بموجودات المشروع ويقتصر على مدى مشاركته في هذه المسألة.	مالكو السندات لا توجد لديهم أي مسؤولية بالنسبة لظروف المصدر.	المسؤولية على شؤون الشركة تقتصر على مدى حصتها في الشركة.
قابلية التداول	يعتمد على طبيعة الأصول.	قابلية للتداول.	قابلية للتداول.
درجة المخاطرة	يعتمد على طبيعة الأصول.	منخفضة.	مرتفعة.
المدة	مؤقتة.	مؤقتة.	مؤقتة.

**المصدر:** من إعداد اطلبة اعتمادا على تعريفات ومفاهيم الموضوع.

- رغم الاختلاف الواضح إلا أن بعض مجالات الاستثمار لأموال الصكوك محل خلاف بين الفقهاء وهي:
- تمتلك المنافع الموصوفة في الذمة وكذلك كالاتفاق مثلاً على تأجير حافلات أو شاحنات غير مملوكة للمؤجر وقت التعاقد لنقل البضائع، لأنها بيع معدوم ولم يملك وهو من الغرر المنهي عنه شرعاً حتى من أغلبية أهل العلم المعاصرين.
  - السلم الموازي "بيع المشتري للسلعة قبل قبضها سلماً" فهو بيع لما لم يقبض فهو غرر منهى عنه.
  - الاستصناع الموازي، تعاقد الصانع مع مصنع آخر للسلعة منهى عليه لما يقضي إليه من غرر.
  - صكوك صادرة عن تملك موجودات فيها نقد (المصارف، محافظ استثمارية) لأن تملك النقد يكون في حال الاكتتاب، وقد أجاز بعض المعاصرين على اعتبار تبعية النقد للموجودات العينية كالمباني ونحوها، ومنعت البعض.
- ويمكن علاج ذلك باشتراط أن تكون نسبة النقد الذي يجوز إصدار الصكوك تملك على الأعيان التابعة لها نسبة قليلة حتى يمكن اعتبارها تابعاً.

## 6.2 طرق التصكيك وشروطه:

هناك طريقتين أساسيتين للتصكيك هما:<sup>17</sup>

### 1. طريقة التصكيك البسيط (المباشر): تصدر الصكوك وتوجه إلى المشاريع الاستثمارية المستهدفة بعد أن يتم

تجميع الموارد المالية كخطوة أولى مثل مشاريع البنى التحتية والمرافق العامة، وهذا يتم بطرح الصكوك بإحدى الصيغ الشرعية في سوق الإصدار لتكون حصيلة الاكتتاب رأس مال المشروع المراد إنجازه وهنا الجوهر في اختلاف التصكيك عن التوريق التقليدي.

### 2. طريقة التصكيك المهيكل (غير مباشر): وتصدر الصكوك لغاية تحويل المشاريع والأصول القائمة إلى سيولة

نقدية من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية المدرة للدخل أو وحدات متساوية ممثلة في صكوك، ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال.

وحتى يتم هذا النوع من التصكيك بالطرق والأشكال السليمة يجب توفر مايلي:

- لا بد وجود أصول مملوكة للمنشأة المعنية بالتصكيك مع قدرتها على توليد الدخل بشكل منتظم ومستمر.

<sup>17</sup> محمد الأمين يحيى، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه بعنوان الهندسة المالية الإسلامية ومساهمتها في تحقيق التوازن المالي العام، جامعة طاهري محمد بشار، 2019، ص22-23.

- تتمتع الأصول محل التصكيك بالجاذبية للمستثمرين عن طريق الانتظام في التصكيك والضمانات العينية.
- كبير حجم الأصول المصككة وأن تتمتع بأجال كبيرة ليسهل تقسيمها من جهة ولتسويقها من جهة لأخرى.
- توفر ضوابط شرعية في جميع مراحل التصكيك.

## 7.2 القطاعات العملية في التصكيك:

توجد عدة قطاعات أو جهات متخصصة في عملية التصكيك وهي كالاتي:<sup>18</sup>

- أ. **القطاع العام:** يمكن أن تتولى الجهات والمؤسسات الحكومية إصدار أنواع عديدة من الصكوك المحلية أو الإقليمية وحتى الدولية منها بهدف تمويل المشروعات الكبرى ذات النفع العام كالجسور والموانئ ومشاريع البنية التحتية والإنتاجية... الخ.
- ب. **القطاع الخاص:** يستطيع الأشخاص الطبيعيين منهم أو المعنويين إصدار الصكوك بكافة أنواعها قصد الحصول الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع.
- ت. **القطاع الخيري:** إن الجمعيات الخيرية والمؤسسات الوقفية غير ربحية بإمكانها إصدار صكوك بكافة أنواعها وذلك لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على غرار دور الأيتام، المسنين والمستشفيات الخيرية وغيرها.

## 8.2 أركان الصكوك:

هناك عدة أركان التي تشكل وتتشرك في معاملات الصكوك وهي:<sup>19</sup>

- أ. **منشأ الصكوك:** صكوك الاستثمار تصدر من جهة مالكة لأصول مالية ترغب في بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الصكوك، بحيث تمثل هذه الصكوك حصة شائعة في هذه الأصول بعد شرائها أو تصدر عن الجهة الراغبة في استثمار حصيلة هذه الصكوك بصيغة استثمار شرعية أو ينوب وسيط مالي عنهما في العملية.
- ب. **مشتري الصكوك (حملة الصكوك):** عامل الصك هو قد يكون بنك، مؤسسة مالية محلية أو عالمية أو مجموعة أفراد يتمتعوا بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة تشجعهم على الدخول في عمليات الاستثمار لشراء الصكوك وذلك لاستغلال فائض السيولة في عمليات تحقق عوائد مرتفعة نسبياً مقارنة بالعوائد على الفرص الاستثمارية

<sup>18</sup> محمد الأمين ياحي، مرجع سابق، ص 23-24.

<sup>19</sup> د. عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الاطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، الامارات، العدد 14-2022، ص 21.

المتاحة، وفي نفس الوقت إمكانية التخارج منها بسهولة بيعها في السوق إذا ما كانت تلك الصكوك ضمن الأنواع القابلة للتداول.

**ت. الشركات ذات غرض الخاص:** يشار إليها بـ "S.P.V" وهي اختصار انجليزي Special Purpose

Vehicle وهي غالبا ما تكون الشركة المصدرة للصكوك اذ تشتري الأصول محل التصكيك من الشركة المنشئ لتتولى عملية الإصدار (التصكيك المهيكل)، وقد تكون وكالة الإصدار عن الشركة المنشئ على أساس عقد الوكالة بالاستثمار (التصكيك البسيط).

**ث. مدير الصكوك:** مدير الصكوك الذي قد يكون اما:

❖ **مضاربا:** حيث يقوم بإدارة أصول حملة الصكوك مقابل هامش من الربح المحقق.

❖ **وكيل بالاستثمار:** يدير موجودات الصكوك بزيادة في حصته من الربح أو بدونها، وفي كل حالة من

الحالات قد يوكل المصدر أو مدير الإصدار طرفا آخر يعرف بـ "مدير الاستثمار" يقوم بأعمال

الاستثمار كليا وجزئيا.

### 3. ماهية التوازن المالي:

#### 1.3 مفهوم التوازن المالي:

تنطلق فكرة التوازن المالي من الميزانية المالية باعتبار أنها تعتمد على التوازن بين الخصوم والأصول أي مدى إمكانية المؤسسة من دفع ديونها اللازمة والقدرة على الوفاء عند تاريخ الاستحقاق وأن تكون أصولها تسمح بدفع ديونها اللازمة على أساس أنها الأموال التي تبقى في المؤسسة لمدة أكثر من سنة هي التي ستمول الاستعمالات في المدى الطويل وكذلك الأمر بالنسبة للأصول المتداولة التي ستمول ديون أو التزامات المؤسسة في الآجال القصيرة.<sup>20</sup>

#### 2.3 أهمية التوازن المالي:

تتلخص أهمية التوازن المالي فيما يلي:<sup>21</sup>

❖ تأمين تحويل احتياجات الاستثمارات بالأموال الدائمة.

❖ الاستقلالية المالية من طرف الأطراف الخارجية.

<sup>20</sup> عميروش بوبكر، أهمية تحقيق التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية، مجالات البحوث في العلوم المالية والحاسبة، العدد 1-2022، ص164.

<sup>21</sup> بودهج أمينة، مذكرة ماستر مالية مؤسسة، أثر سلوك الخزينة على التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2016، ص03.

❖ ضمان تدعيم اليسر المالي من خلال القدرة على تسديد جزء من الديون أو كلها.

### 3.3 أنواع التوازن المالي:

يتمثل التوازن المالي في نوعين أساسيين هما:<sup>22</sup>

1. **التوازن المالي طويل الأجل:** يكون التوازن المالي طويل الأجل للمؤسسة جيدا من حيث إمكانية توسيع التوسع

المستقبلي الذي يتطلب استثمارات رأس مالية طويلة الأجل ومقدرة المؤسسة على تسديد ديونها بتواريخ

استحقاقها بطريقة مستمرة.

2. **التوازن المالي قصير الأجل:** هو جزء من موجودات المؤسسة المحتفظ به على شكل سائل إذ يعتبر المقياس

الأساسي الأمثل لتسيير الخزينة ومؤشر المراقبة للوضع النقدي للمؤسسة بتاريخ معين إذ يجب أن تبقى الأموال

المستخدمة من قبل المؤسسة لتمويل قيمة الموجودات المتاحة لها خلال فترة زمنية وبموجبها تتحدد حاجة المؤسسة

للأموال السائلة أهمها تحريك الدورة التشغيلية وتسديد الالتزامات بتواريخ استحقاقها.

### 4.3 شروط التوازن المالي:

حتى يتحقق التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية وجب توفر ما يلي:<sup>23</sup>

❖ **الشرط الأول:** يجب أن يكون رأس المال العامل موجب ويتحقق ذلك عندما تتمكن المؤسسة من تمويل الأصول

الثابتة اعتمادا على موارد الدائمة أي تمويل استثماراتها باللجوء الى الموارد الطويلة ومتوسطة الأجل، والمتمثلة في

رأس مال والديون المتوسطة وطويلة الأجل.

❖ **الشرط الثاني:** يجب أن يغطي رأس مال العامل الاحتياج في رأس مال العامل إذ لا يكفي أن يكون رأس المال

العامل موجب بل يجب أن يكفي هذا الهامش لتغطية احتياجات دورة الاستغلال.

❖ **الشرط الثالث:** خزينة موجبة ويتحقق الشرطين السابقين، وذلك تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة

في الاعتمادات البنكية الجارية، وبواسطة استخدامات الخزينة والمتمثلة في المتاحات.

<sup>22</sup> عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي، دروس وتطبيقات، ديوان المطبوعات الجامعية، 2002.

<sup>23</sup> جهيدة عواريب، استخدام التحليل المالي الديناميكي لتشخيص التوازن المالي، مذكرة ماستر (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2013-2014، ص14.

### 5.3 مؤشرات التوازن المالي في المؤسسات المالية:

يعتبر التوازن المالي مقياس لمعرفة وضعية المؤسسة وبالتالي لابد من دراسة بعض المؤشرات المتمثلة في رأس المال العامل، الخزينة والمردودية.<sup>24</sup>

#### 1.5.3 تعريف رأس مال العامل (FR : Fond de Roulement) :

هو هامش أمان الذي يتوافق مع الخسارة التي من خلالها المؤسسة تضطر الى بيع جزء من تسيّلاتها أو تلجأ الى الاقتراض.

#### • أنواع رأس المال العامل: نميزها كالتالي:

1. رأس المال العامل الصافي: هو أكثر استعمالاً، يمثل الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.
  - رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة.
  - رأس المال العامل الصافي = الأصول المتداولة - ديون قصيرة الأجل.
2. رأس المال العامل الخاص: وهو عبارة عن رأس المال العامل الصافي وبدون ديون طويلة ومتوسطة الأجل الموجهة لتمويل الأصول الثابتة، ويوضح درجة الاستقلالية المالية للمؤسسة، ومدى قدرتها على تمويل استثماراتها بأموالها الذاتية.
  - رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة.
  - رأس المال العامل الخاص = الأصول المتداولة - إجمالي الديون.
  - رأس المال العامل الخاص = رأس المال العامل الصافي - ديون طويلة ومتوسطة الأجل.
3. رأس المال العامل الأجنبي: هو ذلك الجزء من الديون الخارجية التي تمول رأس المال العامل الإجمالي أو الأصول المتداولة.
  - رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الخصوم - الأموال الخاصة.

#### • الحالات الممكنة لرأس المال العامل:

هناك ثلاث حالات مختلفة لرأس المال العامل كالتالي:<sup>25</sup>

<sup>24</sup> سمير زبيدة، سحنون جمال الدين، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن، مجلة الريادة الاقتصادية للأعمال، العدد 03-2020، ص 351.

<sup>25</sup> سمير زبيدة، سحنون جمال الدين، مرجع سابق، ص 353.

- **الحالة الأولى:** رأس المال العامل الصافي الإجمالي موجب ( $Fmg > 0$ ) يشير ذلك إلى أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، حيث تمكنت من تمويل احتياجاتها طويلة المدى باستخدام مواردها طويلة الأجل وحققت فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية.
  - **الحالة الثانية:** رأس المال العامل الصافي الإجمالي معدوم ( $Fmg : 0$ ) يشير ذلك أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل ولكن دون تحقيق فائض، حيث أن المؤسسة نجحت فقط في تمويل احتياجاتها طويلة المدى دون تحقيق فائض أو عجز.
  - **الحالة الثالثة:** رأس المال العامل الصافي الإجمالي سالب ( $Fmg < 0$ ) يشير ذلك أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية ثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة وحققت بذلك عجز في تمويل هذه الاحتياجات، بالتالي هي بحاجة إلى مصادر تمويل إضافية أو بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها.
- **العوامل المؤثرة في حجم رأس المال العامل:**

يؤثر على حجم رأس المال العامل عدة عوامل أهمها:<sup>26</sup>

- ❖ **طبيعة الإنتاج:** كلما كانت دورة الإنتاج طويلة كانت الحاجة إلى رأس مال عامل أكبر.
  - ❖ **طبيعة المواد الأولية المستعملة:** هل أن المواد الضرورية للإنتاج متوفرة في الأسواق بشكل دائم وبالتالي لا يوجد ضرورة لشراء كميات كبيرة منها وتخزينها أم أنها موسمية يجب شرائها عند موسمها وتخزينها كالقطن مثلا.
  - ❖ **طبيعة العمليات التسويقية:** معناه سرعة تسويق المنتجات بمعنى ارتفاع معدل دورات المبيعات وهذا يعني انخفاض حجم رأس مال العامل والعكس صحيح.
  - ❖ **طبيعة الائتمان والتحصيل:** هل تحصل الوحدة على فترة الائتمان من الدائنين كما تعطي هي لمدينها فترة ائتمان للسداد؟ ذلك أنه كلما كانت فترة الائتمان الممنوحة للمدينين أقل من الفترة التي تحصل عليها الوحدة كلما كانت الحاجة إلى حجم رأس المال العامل أقل والعكس صحيح.
- **الاحتياج في رأس المال العامل :**

يعرف الاحتياج في رأس المال العامل يعبر هو تعبير عن الفرق بين الاحتياجات و موارد دورة الاستغلال التي يتوقف حجمه على طبيعة نشاط المؤسسة والشروط التسييرية الخاصة بها، كما يعرف على أنه قياس التوازن وخلل الخزينة ،

<sup>26</sup> محمد شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، الطبعة 02-2005، ص116-117.

التي تحتاج إليه المؤسسة فعلا لمواجهة احتياجات السيولة عند مواعيد استحقاق الديون القصيرة الأجل، باعتباره يتفاوت باستمرار تبعا لمستوى المخزونات في الموجودات والديون التشغيلية.<sup>27</sup>

و يتكون هذا الاحتياج رأس مال العامل للاستغلال (BFREXP) الذي هو مرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFREXP) الذي هو استثنائيا لا يرتبط بالنشاط العادي للمؤسسة، ويحسب كل منهم كالتالي:

- الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFRHEXP) = المخزونات + وحدة الاستغلال - الديون.
- الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFRHEXP) = استخدامات طرح الاستغلال - مواد الخارج الاستغلال

### 2.5.3 المردودية الاقتصادية: la rentabilité

هي القدرة على تحقيق الأرباح نتيجة لاستخدام رأس مالها في نشاطها الاستغلالي كما تعتبر أفضل المعايير للتحكم على أداء المؤسسة .

كما أنها هي صلة بين النتيجة المحاسبية والموارد ونعرف نوعين من المردودية:

#### 1. المردودية الاقتصادية (RE):

وهي المردودية التي تقيس الأداء الاقتصادي للمؤسسة في استعمال مجموع أموالها وهي تستعمل من أجل مقارنة المؤسسات لنفس قطاع النشاط وتحسب وفق القاعدة التالية :

معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال X (1-معدل الضريبة على الأرباح) / الاصل الاقتصادي.

أي مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

#### 2. المردودية المالية RF:

تمثل هذه العلاقة على مدى مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من رفع أموالها الخاصة هذه المردودية تأخذ بعين الاعتبار الهيكل المالي للمؤسسة تحسب وفق القاعدة التالية :<sup>28</sup>

- مردودية الأموال الخاصة = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

<sup>27</sup> عميروش بوبكر، مرجع سابق، ص167.

<sup>28</sup> سارة جازولي، مساهمة التدفقات النقدية لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2014-2015، ص06.

## ➤ أثر الرافعة المالية :

تعرف بأنها النسبة التي تبين مدى اعتماد مصادر التمويل لأي مشروع أو مؤسسة على الافتراض باعتباره يقيس تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة لمعرفة كيفية قيام شركة ما بتمويل نشاطها و عملياتها التمويلية أي أنه يقيس الأثر الإيجابي أو السلبي للمديونية على مردوديتها المالية :<sup>29</sup>

اثر الرافعة المالية = المردودية الاقتصادية - معدل فوائد الديون \* الديون / الأموال الخاصة .

**3.5.3 الخزينة : (La trésorerie)**

هي عبارة عن مجموعة الأموال التي في حوزة المؤسسة لدورة الاستغلال أي ما يمكن للمؤسسة أن تتصرف فيه من قيم جاهزة التي تكون تحت تصرف المؤسسة فتستطيع استخدامها فورا ، بحيث لديها القدرة على تسديد ديونها في اجال استحقاقها.<sup>30</sup>

أي انها أموال المؤسسة التي تشكل الوسائل النقدية التي تستطيع أن تستخدمها فورا و تتمثل في الحسابات البنكية، الصندوق، الحسابات الجارية، أي أنها عبارة عن مجموع التي بحوزتها المؤسسة لمدة دورة الاستغلال و هي تشمل صافي قيم الاستغلال .

وتحسب وفق العلاقتين التالية:

- الخزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل.
- الخزينة = القيم الجاهزة - القروض المصرفية.

## ● حالات الخزينة:

أ. الخزينة الموجبة:  $TN > 0$ 

أي أن رأس المال العامل أكبر من احتياجات رأس المال المعامل ففي حالة هذه المؤسسة قامت بتجميد جزء من أموالها لتغطية رأس المال العامل مما يطرح عليها مشكلة الربحية أي تكلفة الفرصة الضائعة لهذا وجب عليها معالجة الوضعية عن طريق شراء مواد أولية وتقديم تسهيلات للزبائن.

<sup>29</sup> زغيب مليكة، بوشقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة 02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص 89.

<sup>30</sup> نزار نصي، مقالة دور التحليل المالي في تقسيم الوضعية المالية للمؤسسة، الجزء 23/24، تونس، 2013.

**ب. الخزينة سالبة:  $TN < 0$** 

أي أن رأس المال العامل في هذه الحالة المؤسسة في حالة عجز أي أنها غير قادرة على تسديد ديونها في أجالها وهذا يطرح مشكل متمثل في وجود تكاليف اضافية مما يجعل المؤسسة في هذه الحالة اما تطلب حقوقها لدى الغير أو تقترض من البنوك أو التنازل عن بعض الاستثمارات دون التأثير على طاقتها الانتاجية وفي بعض الحالات الاستثنائية تلجأ المؤسسة الى بيع بعض المواد الأولية.

**ت. الخزينة معدومة:  $TN = 0$** 

أي أن رأس المال العامل يساوي احتياجات رأس المال العامل وهذا يعني أن المؤسسة أمام الخزينة مثلى والوصول الى هذه الوضعية يتطلب استخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الامكانيات المتاحة عن طريق تفادي مشاكل عدم التسديد وبالتالي التحكم في السيولة.

**6.3 خصائص التوازن المالي الكلي:**

تتمثل خصائصه في النقاط التالية:<sup>31</sup>

1. **توازن بين الإيرادات والنفقات:** يتمثل التوازن المالي الكلي في توازن الإيرادات والنفقات في الاقتصاد، حيث يتم جمع الإيرادات الكافية لتغطية النفقات الحكومية والخاصة وبالتالي يتم تفادي التراكم الديني.
2. **توازن الميزان التجاري:** يتمثل التوازن المالي الكلي في توازن الميزان التجاري، حيث يتم تحقيق توازن بين الصادرات والواردات في الاقتصاد. وبالتالي يمكن للبلدان الحفاظ على قوتها الشرائية وتقليل اعتمادها على الديون الخارجية.
3. **توازن الحساب الرأسمالي:** يتمثل التوازن المالي الكلي في توازن الحساب الرأسمالي، حيث يتم تحقيق توازن بين الاستثمارات الواردة والمتصرفة في الاقتصاد، وبالتالي يتم تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار، ويمكن للاقتصاد العمل بكفاءة.
4. **الاستقرار الاقتصادي:** يتمثل التوازن المالي الكلي في ضمان الاستقرار الاقتصادي، حيث يتم تحقيق توازن بين النمو الاقتصادي والتضخم ومعدلات الفائدة والعملة المحلية.

<sup>31</sup> ابراهيم فريد محرم فريد، أثر خصائص الشركات على العلاقة بين مستويات الافصاح وفقا للتقارير المتكاملة والقيم السوقية، جامعة عين الشمس- مصر، العدد 01، مجلد 2018، 22، ص 625.

### 7.3 مؤشرات التوازن المالي الكلي:

هناك عدة مؤشرات يمكن استخدامها لتحديد مدى التوازن المالي الكلي في الاقتصاد، ومن بين هذه

المؤشرات:<sup>32</sup>

- أ. نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي: وهي تعكس حجم الدين العام المتراكم في الدولة بالنسبة إلى حجم الاقتصاد، حيث يفضل أن تكون هذه النسبة منخفضة لضمان استدامة الدين العام.
- ب. نسبة العجز في الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي: وهي تعكس حجم العجز في الموازنة بالنسبة إلى حجم الاقتصاد، حيث يفضل أن تكون هذه النسبة منخفضة أو متوازنة لتحقيق التوازن المالي الكلي.
- ت. الفائض التجاري: وهو يعكس فارق قيمة الصادرات عن الواردات، ويمكن استخدامه لتقييم التوازن التجاري للدولة وتحديد مدى الاعتماد على الاستيراد.
- ث. الاحتياطيات الأجنبية: وهي الأموال التي يحتفظ بها البنك المركزي من العملات الأجنبية، وتستخدم هذه الاحتياطيات لتغطية العجز في الموازنة وتحسين الثقة في العملة الوطنية.
- ج. الناتج المحلي الإجمالي: وهو يعكس حجم الاقتصاد الكلي للدولة، ويمكن استخدامه لتحديد مدى التوازن في الاستهلاك والإنفاق والإنتاج في الدولة.

### 8.3 مزايا المرتبطة بتحقيق التوازن المالي الكلي:

يوجد العديد من المزايا المرتبطة بتحقيق التوازن المالي الكلي في الاقتصاد، ومن هذه المزايا:

1. الحد من التضخم: يعتبر التوازن المالي الكلي وسيلة فعالة للحد من التضخم في الاقتصاد، حيث يتم الحد من الطلب الزائد على السلع والخدمات وبالتالي تحفيز الإنتاج والعرض لتلبية الطلب المتبقي.
2. الحد من الدين العام: يمكن لتحقيق التوازن المالي الكلي أن يساهم في الحد من حجم الدين العام، حيث يؤدي الحد من العجز في الموازنة إلى الحد من الاستدانة وتراكم الديون العامة.

<sup>32</sup> د. ساجي فاطمة، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، جامعة ابن خلدون-تبارت، 2016/2017، ص20.

- 3. تحسين التوازن التجاري:** يمكن لتحقيق التوازن المالي الكلي أن يساهم في تحسين التوازن التجاري للدولة، حيث يمكن أن يؤدي الحد من العجز في الموازنة إلى تقليل الاعتماد على الاستيراد وزيادة الصادرات، وبالتالي تحسين ميزان التجارة.
- 4. جذب الاستثمار:** يعتبر تحقيق التوازن المالي الكلي عاملاً مهماً في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلد، حيث يعطي الاستقرار المالي الدولي ثقة للمستثمرين بأن اقتصاد يتمتع بالاستقرار والسياسة الاقتصادية المناسبة.
- 5. تعزيز النمو الاقتصادي:** يمكن لتحقيق التوازن المالي الكلي أن يساهم في تعزيز النمو الاقتصادي المستدام، حيث يؤدي الحد من العجز في الموازنة إلى تحسين الثقة في الاقتصاد وزيادة الاستثمار والإنفاق مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.

### 9.3 العيوب والتحديات التي تواجه التوازن المالي الكلي:

على الرغم من أهمية التوازن المالي الكلي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنمو المستدام، إلا أنه يوجد بعض العيوب والتحديات المرتبطة به، ومنها:

- ❖ **قد يتطلب التوازن المالي الكلي إجراءات اقتصادية قاسية:** قد يتطلب تحقيق التوازن المالي الكلي إجراءات اقتصادية قاسية مثل زيادة الضرائب أو خفض الإنفاق الحكومي، مما قد يؤثر على النمو الاقتصادي ويزيد من معدلات البطالة.
- ❖ **قد يؤدي التركيز على التوازن المالي الكلي إلى إهمال الأهداف الاجتماعية:** قد يؤدي التركيز المفرط على تحقيق التوازن المالي الكلي إلى إهمال الأهداف الاجتماعية مثل تحسين مستوى المعيشة وتوفير فرص العمل، وهذا قد يؤثر على الاستقرار الاجتماعي والسياسي.
- ❖ **قد يؤدي التوازن المالي الكلي إلى انخفاض الاستثمار:** قد يؤدي التوازن المالي الكلي إلى انخفاض معدلات الاستثمار في الاقتصاد، حيث يمكن أن يتم تحقيق التوازن المالي عن طريق تخفيض الإنفاق الحكومي وتقليص الاستثمارات العامة، وهذا يمكن أن يؤثر على قدرة الاقتصاد على تحقيق النمو والابتكار.

## 4. ماهية التحليل المالي:

## 1.4 مفهوم التحليل المالي:

هو مجموع الأساليب والطرق الرياضية والإحصائية والفنية التي يقوم المحلل المالي على البيانات والتقارير والكشوفات المالية من أجل تقييم أداء المؤسسات والمنظمات في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه في المستقبل.<sup>33</sup> ويعرف التحليل المالي على أنه مدخل أو نظام لتشغيل البيانات لاستخلاص معلومات تساعد متخذي القرارات التعرف على:

- الأداء الماضي للمؤسسة وحقيقة الوضع المالي الاقتصادي للمؤسسة في الوقت الحالي.
- التنبؤ بالأداء المالي للمؤسسة في المستقبل.
- تقييم أداء الإدارة.

2.4 أهداف التحليل المالي للمؤسسة: تتمثل هذه الأهداف في:<sup>34</sup>

## I. بالنسبة للشركة: تعتبر نتائج التحليل المالي من أهم الأسس التي يستند عليها متخذ القرار من أجل الحكم على

مدى كفاءة الإدارى وقدرتها على تحقيق الاستثمار الأفضل، وبالتالي التحليل المالي يهدف الى:

- تقييم الوضع المالي والنقدي للشركة.
- تقييم نتائج وقرارات الاستثمار والتمويل.
- تحديد مختلف الانحرافات التي تخللت أداء الشركة مع تشخيص أسبابها.
- التنبؤ باحتمالات الفشل التي تواجه الشركة.

## II. بالنسبة للمتعاملين مع الشركة: حتى الأطراف المتعاملة مع الشركة لها أهداف حيث يهدف التحليل المالي الى:

- اجراء ملاحظات حول الأعمال التي تقوم بها الشركة في الميدان المالي.
- تقييم النتائج المالية وبواسطتها يتم تحديد الأرقام الخاضعة للضريبة.
- تقييم الوضعية المالية ومدى استطاعة المؤسسة لتحمل نتائج القروض.
- معرفة مركزها المالي في قطاعها التي تنتمي اليه.

<sup>33</sup> غلمي العالية، التحليل المالي وأدوات التوازن المالي في اطار ميزانية المؤسسة، جامعة الجلفة، العدد الأول 2018، ص168.

<sup>34</sup> عدنان تايه نامي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، البازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص21-22.

➤ توجيه أصحاب الأموال والراغبين في الاستثمار في المجالات الاستثمارية المختلفة والعائد المتوقع لكل مجال.

### 3.4 وثائق التحليل المالي:

إن أهمية التحليل قد زادت بشكل كبير في الاقتصاديات المعاصرة، بل أن الكثير من المؤسسات قد خصصت أقسام خاصة ودعمتها بالكفاءة الادارية والمحاسبية اللازمة، لكن تخصص في التحليل المالي وجعله الأداة التي تدفع بوتيرة المؤسسة الى التنمية والتطور نظرا للأهمية البالغة التي أصبح التحليل المالي يتمتع بها، أصبح لا بد من معرفة جميع وظائفه وأنواعه وكذلك الأهداف التي يسمى تحقيقها، ومن بين وظائف التحليل المالي ادارة طريق متخذي القرار لاتخاذ أحسن القرارات التي تحددها سياسات التحليل المالي: <sup>35</sup>

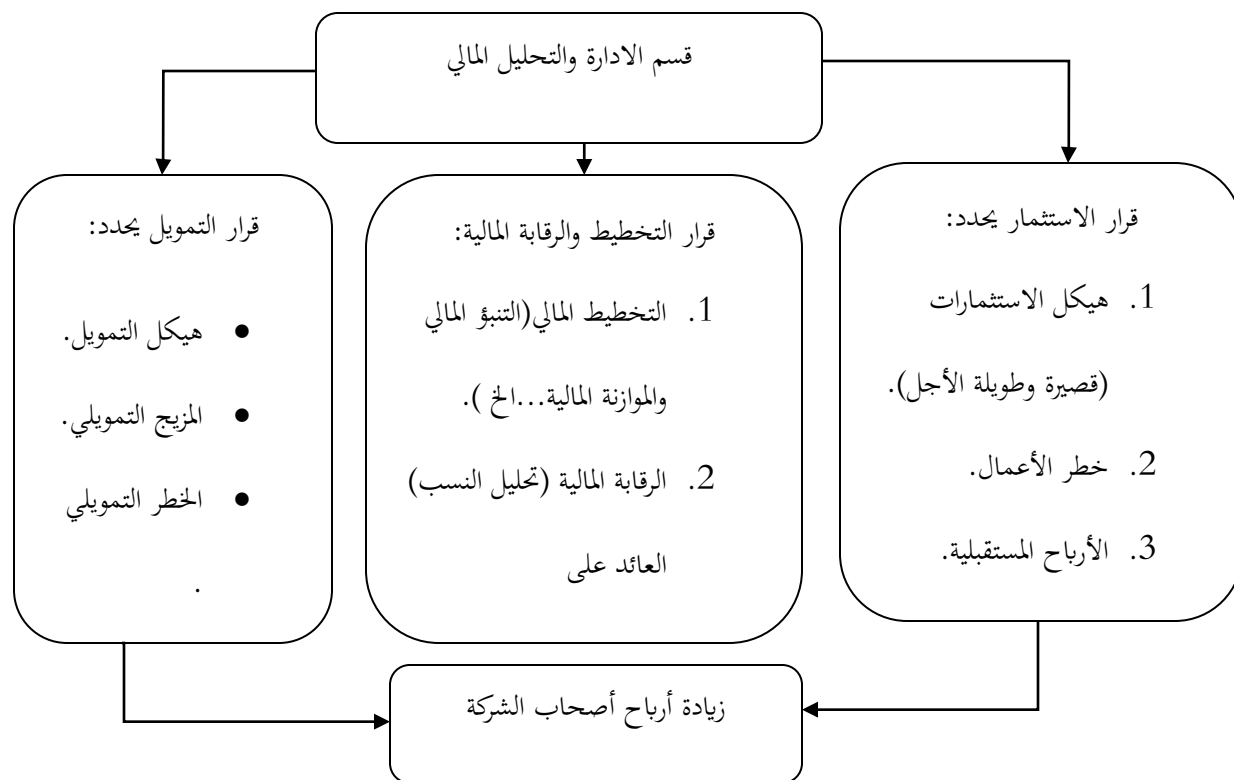
❖ قرار الاستثمار.

❖ قرار التمويل.

❖ قرار التخطيط والرقابة المالية.

الشكل التالي يبين وظيفة التحليل المالي في اتخاذ القرارات.

الشكل رقم (01) المخطط العام لوظائف التحليل المالي.



<sup>35</sup> جمال الدين المرسي، احمد عبد الله الحاح، الادارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الاسكندرية-مصر، الدار الجامعية 2006، ص98.

**المصدر:** جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، الادارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الإسكندرية الدار الجامعية، 2006، ص98.

#### 4.4 الأطراف المستفيدة من التحليل المالي:

لاشك أن التحليل المالي لا يقتصر استخدامه والاستفادة منه على طرف معين بل يمتد ليشمل أطرافاً كل حسب أهدافه، وإن كانت جميعاً تشترك في احتياجاتها للمؤشرات المالية التي تعتمد عليها في اتخاذ قراراتها. ومن بين أهم الأطراف المستفيدة للتحليل المالي نجد:<sup>36</sup>

##### 1) إدارة المؤسسة:

تعتمد ادارة المؤسسة على نتائج التحليل المالي في اتخاذ القرارات المالية المؤثرة على مختلف أوجه نشاطها، كما تهتم بقياس كفاءة وتقييم الادارات المختلفة فيها حتى يتسنى لها أخذ القرارات المصححة للانحرافات الملاحظة.

##### 2) الملاك (المساهمون):

يتيح التحليل المالي لحملة الأسهم تقييم كفاءة المديرين والعائد على استثماراتهم (أو الأداء المستقبلي في ضوء الاستثمار المالي).

##### 3) الدائنون:

يهتم الدائنون (بنوك، موردون) بالمركز المالي للمؤسسة المدنية وقدرتها على الوفاء بالتزامات معتمدين في ذلك على بعض المؤشرات كالسيولة وخاصة فيما يتعلق بالقروض قصيرة الأجل، في حين أن الاقتراض طويل الأجل يتطلب مزيداً من التأكد من ربحية المؤسسة.

#### 5.4 التحليل المالي باستعمال النسب المالية:

تعتبر عملية استعمال النسب المالية في التحليل وسيلة هامة من أجل اعطاء حكم أولي على مدى صحة المؤسسة مالياً، وتستند هذه الطريقة على أساس أن أي رقم مالي ضمن الميزانية أو جدول حسابات النتائج بمفرد لا يعبر عن شيء إن لم ينسب إلى رقم ثان فربط الأرقام (نسبها إلى بعضها البعض) تعطي لنا صورة واضحة عن وضع المؤسسة.

<sup>36</sup> مريم قمو، ملياء حميد، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة جيجل-الجزائر، ص07-08.

## 6.4 أنواع النسب المالية:

تعتبر النسب المالية من أهم محاور التحليل الذي تستعمله المؤسسة لتحليل مركزها المالي، ولا يمكن استعمال النسب للحكم على وضعية المؤسسة لا بمقارنتها مع النسب النموذجية (المعيارية) الموضوعة من طرف المؤسسة أو من طرف القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة.

فأسلوب النسب المالية هو دراسة العلاقة بين عناصر القوائم المالية، ثم تفسير مدلول تلك العلاقة (النسبة) من خلال مقارنتها مع النسب المعيارية المتعارف عليها بين المحللين الماليين أو السائدة في القطاع الذي تنتمي اليه المؤسسة كما يطلق عليها النماذج المعيارية ومن أهم هذه النسب نجد:<sup>37</sup>

- نسب السيولة.
- نسب النشاط.
- نسب التوازن الهيكلي.
- نسب المدروية.

يجب أن تكون هذه النسب أكبر من الواحد أي تحقق رأس المال العامل صافي إيجابي مما يعطي للموردين ثقة أكبر للمؤسسة، أما إذا كانت أقل من الواحد فالمؤسسة في حالة سيئة وعليها أن تدارك ذلك بزيادة الديون طويلة الأجل أو زيادة رأس مالها أو تخفيض ديون قصيرة الأجل.

أ. **نسبة السيولة المختصرة:** تقيس هذه النسبة قدرة سداد المؤسسة في المدى القصير وذلك عن طريق ابعاد المخاطر التجارية التي تؤثر على المخزونات.

$$\text{ن.س.م} = (\text{الأصول قصيرة الأجل} - \text{المخزونات}) / \text{القروض قصيرة الأجل}.$$

$$\text{ن.س.م} = (\text{قيم قابلة للتحقيق} + \text{قيم جاهزة}) / \text{القروض قصيرة الأجل}.$$

ب. **نسبة السيولة الفورية:** تقيس هذه النسبة قدرة السداد للمؤسسة وذلك عن طريق استعمال مخزون النقدية المتاحة، وذلك دون أن تكون هناك ضرورة لتصفية أو بيع المخزونات والذمم في المدى القصير، أو بعبارة أخرى بين هذه النسبة قدرة المؤسسة على الدفع الفوري من موجوداتها لسداد ديونها.

<sup>37</sup> عاطف وليد، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر، 2008، ص88.

ويحسب كما يلي:

$$\text{ن.س.ف} = \text{النقدية} / \text{القروض قصيرة الأجل.}$$

وعند عرض كل مجموعة على حدا وأهم النسب التي تدرج ضمن كل مجموعة مع بيان كيفية حسابها:

**I. نسب السيولة:** تشير السيولة الى قدرة المؤسسة على سدادها التزاماتها التجارية عندما يحين ميعاد استحقاقها

أي أن الأصول تتحول الى النقدية وتستخدم هذه الأخيرة في سداد التزامها الأجل.

وتنقسم هذه النسب الى مجموعة متنوعة هي:

1. السيولة العامة.

2. السيولة المختصرة.

3. السيولة الفورية.

**أ. نسبة السيولة العامة:** تعتبر هذه النسبة عن مقارنة الأصول قصيرة الأجل مع الخصوم قصيرة الأجل وتحسب كما

يلي: <sup>38</sup>

$$\bullet \text{ ن.س.ع} = (\text{المخزون} + \text{الحقوق} + \text{النقدية}) / \text{القروض قصيرة.}$$

$$\bullet \text{ ن.س.ع} = \text{الأصول المتداولة} / \text{القروض قصيرة الأجل.}$$

**ب. نسبة قابلية السداد:** تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض وتحسب العلاقة كما يلي:

$$\bullet \text{ ن.ق.س} = \text{مجموع الأصول} / \text{مجموع الجيون.}$$

**II. نسبة النشاط:** تقيس هذه النسبة نشاط الكفاءة التي تستخدم لها المؤسسة الموجودات أو الموارد المتاحة لها عن

طريق اجراء مقارنات فيما بين مستوى المبيعات ومستوى الاثمار في عناصر الموجودات ونسب النشاط تعتبر

مهمة لكل من له اهتمام بكفاءة الأداة والربحية للمؤسسة على المدى البعيد يمكن تلخيص أهم نسب نشاط

فيما يلي:

**أ. معدل دورات المخزون:** تمثل هذه النسبة سرعة دوران المخزون لدى المؤسسة وتحسب كما يلي:

$$\bullet \text{ في المؤسسات التجارية: تكلفة شراء البضاعة المباعة} / \text{متوسط المخزون.}$$

$$\bullet \text{ أما في المؤسسات الصناعية: تكلفة شراء مواد أولية} / \text{متوسط المخزون.}$$

<sup>38</sup> عا ط وليد، مرجع سابق، ص 89.

ب. **معدل دوران الأصول المتداولة:** يعني ذلك دراسة العلاقة بين الأصل واستخدامها وتعتبر هذه النسبة على مدى

كفاءة ادارة هذا النوع من الأصول وتوليد مبيعات منها ويحسب هذا المعدل بالعلاقة التالية:

$$\bullet \text{ م.د.م} = \text{صافي المبيعات} / \text{الأصول المتداولة}.$$

### III. نسبة التوازن الهيكلي:

تعتبر هذه المجموعة من النسب عن الهيكل التمويلي للمؤسسة، ومكوناتها ومدى اعتمادها على المصادر

المختلفة للتمويل سواء الداخلية أو الخارجية ومن أهم هذه النسب نجد:

أ. نسبة التمويل الدائم: تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة للمؤسسة وتحسب

بالعلاقة التالية:

$$\bullet \text{ ن.ت.د} = \text{الاموال الدائمة} / \text{الأصول الثابتة}.$$

ب. **نسبة التمويل الذاتي:** توضح هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها بإمكانياتها الخاصة وتحسب

كما يلي:

$$\bullet \text{ ن.ت.ذ} = \text{الأموال الخاصة} / \text{الأصول الثابتة}.$$

كلما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد كان ذلك مؤشرا على الاستقلالية المالية للمؤسسة في تمويل

استثماراتها.

ت. **نسبة الاستقلالية المالية:** تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة عن دائئها وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\bullet \text{ ن.إ.م} = \text{أموال خاصة} / \text{مجموع الديون}.$$

عادة ما يفضل المليون أن تكون هذه النسبة محصورة بين 1 و 2، وإذا كانت كذلك يوافق البنك على

اقتراض المؤسسة.

ث. **نسبة التمويل الخارجي:** تعبر هذه النسبة عن مدى اعتماد المؤسسة على الأموال الخارجية في عملية التمويل

ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\bullet \text{ ن.ت.خ} = \text{مجموع الديون} / \text{مجموع الخصوم}.$$

كلما قلت هذه النسبة زادت ثقة الممولين في قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

**IV. نسبة المردودية:**

تعبّر عن قدرة مسيري المؤسسة على الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة بفاعلية وكفاءة للحصول على

العائد.<sup>39</sup>

أ. **المردودية المالية:** تمثل هذه النسبة الربح المتحصل عليه مقابل كل وحدة نقدية من الأموال الخاصة المستعملة:

$$م.م = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

ب. **المردودية الاقتصادية:** تعبّر عن نسبة كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها لتحقيق الأرباح.

$$م.إ = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ت. **مردودية التجارة (نسبة الربحية الصافية):** تعبّر هذه النسبة عن مدى تحقيق المؤسسة لنسبة صافية أي بإبعاد

الضرائب الدفوعة عن رقم الأعمال.

$$ن.ر.ص = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج الضريبة}}$$

ث. **مردودية النشاط:** تسمح هذه النسبة لاكتشاف القدرات التجارية للمؤسسة لذلك فهي تستعمل فقط من

طرف المؤسسات التجارية وتحسب كما يلي:

$$م.ن = \frac{\text{هامش الاجمالي}}{\text{رقم الأعمال خارج الضريبة}}$$

ومن الأحسن أن تكون هذه النسبة مرتفعة.

ج. **معدل العائد على حق الملكية:** تحسب بالعلاقة:

$$م.ع.ع.م = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حق الملكية}}$$

ح. **معدل العائد على الاستثمار:** وتحسب كما يلي:

$$م.ع.ع.إ = \frac{\text{صافي الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{مجموع الاستثمارات}}$$

<sup>39</sup> الياس بن ساسي، يوسف فريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 281-290.

## 5. ماهية التشخيص المالي:

تعتمد المؤسسات في الوقت الراهن على تقنيات حديثة من أجل البقاء والاستمرار في البيئة التنافسية التي تخضع للعديد من التغيرات المستمرة سواء كانت داخلية أو خارجية ولا يتحقق ذلك إلا بالتشخيص المالي الذي يعتبر من بين الأدوات الهامة لإدارة مالية المؤسسة.

### 1.5 مفهوم التشخيص المالي:

إن التشخيص كلمة إغريقية تبرز مدى التمييز بين الصحيح و الخطأ و قد استخدمت لأول مرة في المجال الطبي حيث يقال تشخيص المرض أي إدراك المرض استناداً لأعراضه، أما التشخيص في المجالات الاقتصادية الخاصة بالمؤسسة فتعني اكتشاف الصعوبات و العراقيل التي تواجه المؤسسة.<sup>40</sup>

وللتشخيص المالي عدة تعاريف من بينها ما يلي:

- ❖ التشخيص المالي "عبارة عن تحليل للإشارات المعبرة والبحث عن الأسباب والمسؤوليات الداخلية والخارجية".
- ❖ و هناك من يعرف التشخيص المالي على أنه: "عملية يتم من خلالها استكشاف أو اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية أو النوعية حول نشاط منشأة الأعمال".
- ❖ كما تعرف على أنه عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة و ذلك باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية و ذلك من أجل استخراج نقاط القوة و الضعف ذات الطبيعة المالية .

### 2.5 طرق التشخيص المالي

يمكن إبراز طرق التشخيص المالي فيما يلي:<sup>41</sup>

1. **التشخيص المالي التطوري:** يقوم هذا التشخيص على المقارنة العمودية (في الزمن) حيث تؤخذ عدة دورات مالية متتالية وعلى أساسها يمكن تقدير الوضعية المستقبلية، ويتطلب هذا نظام معلومات محاسبي ومالي متطور وفعال و يركز هذا التشخيص على العناصر التالية:

<sup>40</sup> نواف كنعان، اتخاذ القرارات الادارية، الطبعة 03، مكتبة دار الثقافة، عمان-الأردن، 1996، ص115.

<sup>41</sup> ناصر ددي عدون، تقنيات مراقبة التسيير التحليلي المالي للإدارة المالة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1999، ص11-13.

- **تطور النشاط:** أي تغيرات النشاط عبر الزمن، اعتمادا على التغير في رقم الأعمال أو القيمة المضافة أو مختلف النتائج المحاسبية، مع مراقبة هيكل التكاليف الذي من المفترض أن يتناسب مع تطور النشاط.
- **تطور أصول المؤسسة:** الأصول هي مجموع الإمكانات المادية و المعنوية و المالية التي تستخدمها المؤسسة في ممارسة نشاطها، و تطورها يبين مستوى النمو الداخلي والخارجي للمؤسسة ويعد مؤشرا عن الوجة الإستراتيجية للمؤسسة إن كانت تتجه نحو النمو، البقاء أو الانسحاب من السوق.
- **تطور هيكل دورة الاستغلال:** يتكون هذا الشكل من العملاء، الموردين و المخزونان، وهي التي تشكل الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال، ينبغي مراقبة تطورها عبر الزمن و مقارنة نموها بنمو النشاط من أجل الحكم على مستوى الاحتياجات المالية.
- **تطور الهيكل المالي:** يتشكل الهيكل المالي من مصادر تمويل المؤسسة و المتمثلة أساسا في الأموال الخاصة و مصادر الاستدانة، و بناءا على العناصر سابقة الذكر، يمكن للمحلل المالي مراقبة مستويات الاستدانة و التمويل الذاتي ومساهمة الشركاء و تحديد قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها و قدرتها على السداد و مدى استقلاليتها المالية، و تأثير الاستدانة على المردودية... الخ.
- **تطور المردودية:** تعتبر المردودية الأساس الرئيسي الذي يقوم عليه الهدف الاقتصادي للمؤسسة كما تعتبر ضمان للبقاء والنمو والاستمرارية، وتعد أهم المؤشرات التي تستخدم في الحكم على أداء المؤسسة من جميع النواحي و عليه فمراقبة تطور معدلات المردودية يمثل قاعدة أساسية للتشخيص المالي التطوري و ذلك عن طريق نسب المردودية وأثر الرافعة المالية.

## 2. التشخيص المقارن :

إذا كان التشخيص التطوري يعتمد على تحليل الوضع المالي و مراقبته عبر الزمن، فإن التشخيص المقارن يركز على تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة مقارنة مع مؤسسات مماثلة في النشاط، وعليه فالأساس التي يعتمد عليه التشخيص المقارن هو الحكم على وضع المؤسسة بناءا على معطيات المؤسسات الرائدة في نفس القطاع، وذلك باستخدام مجموعة من الأرصدة والأدوات والمؤشرات المالية.

يهدف المحلل المالي من خلال التشخيص المقارن إلى مراقبة الأداء المالي للمؤسسة بناءا على التغير في المحيط خصوصا في المحيط غير المستقر.

### 3. التشخيص المعياري:

يمكن اعتبار التشخيص المعياري امتداداً للتشخيص المقارن، إلا أنه وبدل مقارنة وضع المؤسسة بمجموعة مؤسسات تنتمي لنفس القطاع، فإننا نلجأ إلى استخدام معدلات معيارية يتم اختيارها بناءً على دراسة شاملة و مستمرة لقطاع معين من طرف مؤسسات و مكاتب دراسة مختصة، و لتوضيح محتوى هذه الطريقة نقدم مجموعة من المعايير التي اعتمدت من قبل مجموعة من المؤسسات في نشاطات مختلفة:

- ❖ معدل الهيكل المالي ( الديون / الأموال الخاصة ) للمؤسسات البنكية يقدر بـ 8 بالمئة.
- ❖ نسبة رقم الأعمال إلى المتر المربع بالنسبة لكبريات الأسواق و المعارض.
- ❖ الديون المتوسطة وطويلة الأجل يجب ألا تتعدى ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي.

### 3.5 أهداف التشخيص المالي:

يهدف التشخيص المالي عموماً إلى تقدير مستوى تحقيق العناصر التالية:<sup>42</sup>

- **النمو:** أي هل تم تحقيق نمو وما هو مستواه؟ وهل يتجاوز معدل قطاع المؤسسة؟
- **المردودية:** أي المردودية بنوعيتها :
  - الاقتصادية: أي فعالية المؤسسة في توظيف رأس مالها الاقتصادي.
  - المالية: والتي تقيس عائد التوظيف المالي للاستثمارات.
- **التوازن:** أي توازن الهيكل المالي للمؤسسة في المدى القصير دورة الاستغلال، وعلى المدى الطويل دورة الاستثمار.
- **المخاطر:** أي معرفة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ومدى وكيف يمكن لهذه المخاطر أن تؤدي إلى الإفلاس.

### 4.5 مقومات التشخيص المالي:

يعتمد جناح تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة على مجموعة من المقومات والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

<sup>42</sup> عباس بن الضب، دور التحليل المالي في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة سونالغاز-ورقة، 2006/2009.

❖ أن يسلك المشخص المالي في عملية التحليل منهجا علميا يتناسب مع أهداف عملية التحليل، ولا بد أن يعتمد على استخدام أساليب وأدوات تجمع هي الأخرى بقدر متوازن بين الموضوعية والملائمة للأهداف التي تسعى إليها من جراء عملية تشخيص حالة المؤسسة، ومن أجل أن يحقق القائم على عملية التشخيص المتطلبات والأهداف المنشودة من هذه العملية لا بد له أن يراعي العناصر التالية:<sup>43</sup>

- أن تكون لديه خلفية كافية عن المؤسسة ونشاطها والمحيط الذي تنتمي إليه بنوعيه الداخلي والخارجي وما يتضمنه هذا الأخير من تأثيرات اقتصادية واجتماعية وسياسية.
- أن يبرز الفروض التي يبني عليها عملية التشخيص وأيضا المتغيرات الكمية والنوعية والتي ترتبط بالمشكلة محل الدراسة.
- أن لا يقف المشخص عند مجرد كشف عوامل القوة ومواطن الضعف في نشاط المؤسسة بل أن يركز على أسبابها واستقرار اتجاهاتها.
- أن يتسم المشخص نفسه بالموضوعية وذلك بالتركيز على فهم دوره والمتمثل في كشف الحقائق كما هي قبل أن يقوم بتفسيرها بشكل مجرد بعيد عن التحيز الشخصي من أجل أن يقوم بعدها بتقديم تقريره وما يتضمن من مؤشرات وبدائل أو حلول تخدم متخذ القرار وذلك بمراعاة التوصية بما يراه البديل الأنسب.
- أن تتمتع مصادر المعلومات التي يستقي منها المشخص معلوماته بقدر معقول من المصدقية أو الموثوقية ولا بد أن تتسم بنوع من الموازنة بين الموضوعية من جهة والملائمة من جهة أخرى.

## 5.5 الأطراف المستفيدة من التشخيص المالي:

هناك العديد من الجهات التي يمكن أن تستفيد من نتائج التشخيص المالي وخاصة تلك الجهات التي لها علاقات مباشرة أو غير مباشرة مع الوحدة الاقتصادية المعنية، و من أهم هذه الجهات تتمثل في:<sup>44</sup>

### 1. إدارة الوحدة الاقتصادية: تهتم إدارة الوحدة الاقتصادية بصفة عامة بالآتي:

<sup>43</sup> دردوري لحسن، مطبوعة في مقياس التشخيص المالي، موجهة لطلبة السنة أولى ماستر، تخصص مالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015/2014، ص 17-18.

<sup>44</sup> محمد سراي، التحليل المالي وترشيد تسيير المؤسسات الصناعية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس - سطيف، 1995/1994، ص 35.

- ❖ مدى كفاءتها في إدارة الوحدة الاقتصادية و استغلالها الاستغلال الأمثل بحيث يحقق ذلك أقصى الأرباح الممكنة.
- ❖ مدى سلامة قراراتها المتخذة بشأن السياسات التمويلية و الاستثمارية المختلفة خلال الفترة المالية.
- ❖ مدى قدرتها على الوفاء بالالتزامات المالية للوحدة الاقتصادية اتجاه الغير.
- ❖ ما هو مقدار الأرباح المتحققة وما هي أسباب تحقيقها إضافة إلى الكيفية التي يمكن بموجبها إجراء عمليات التوزيع النقدية أو الاقتطاع لأغراض الاحتياطات أو احتجاز جزء معين.

## 2. المالكون و المستثمرون: يهتم المالكون والمستثمرون بنتائج التشخيص المالي في سبيل :

- ❖ الحكم على الوحدة الاقتصادية من حيث كفاءتها في إدارة واستثمار أموالهم وإمكانيتها في أقصى الأرباح الممكنة لهم مع السعي نحو تحقيق أقصى قيمة سوقية للوحدة الاقتصادية وذلك في سبيل الحكم على مدى سلامة قراراتهم المتخذة لاستثمار تلك الأموال في الوحدة الاقتصادية ومن ثم العمل على استمرارية الاستثمار في الوحدة الاقتصادية أم تخفيضه أم الانتقال إلى مجالات استثمارية أخرى.
- ❖ معرفة كيفية تحقيق الأرباح ومدى قدرة الوحدة الاقتصادية على الاستمرار في تحقيق الأرباح مع إمكانية إجراء التوزيعات المناسبة لهم خلال الفترة المالية.
- ❖ مدى قدرة الوحدة الاقتصادية على سداد ما بذمتها من التزامات مالية تجاه الغير سواء للديون قصيرة الأجل و ما هي المخاطر التي يمكن أن تواجهها عند ارتفاع نسبة الديون.
- ❖ ما هي ربحية السهم (إذا كانت شركة مساهمة) وما هي قيمته السوقية وما هي الاتجاهات المستقبلية لذلك.

## 3. العاملون في الوحدة الاقتصادية: يهتم العاملون في الوحدة الاقتصادية بنتائج عملية التشخيص المالي وخاصة

تلك النتائج التي توضح قوة المركز المالي للوحدة الاقتصادية ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح التي يمكن عن طريق تحقيقها أن تزداد نسبتهم من توزيعات الأرباح والمكافآت والحوافز المرتبطة بنمو الأرباح والمبيعات فضلا عن اطمئنانهم عن استمررا الحاجة إليهم من قبل الوحدة الاقتصادية من خلال نجاح وتقدم الوحدة الاقتصادية التي يعملون فيها وكذلك يهتم العاملون بالمقاييس التي تقيس كفاءة وتقييم الأداء التي توفرها عملية التشخيص المالي.

4. **المؤسسات المالية والمقرضون والدائنون:** تهتم المؤسسات المالية والمقرضون بنتائج التشخيص المالي في سبيل الحكم على مدى إمكانية منح القروض للوحدة الاقتصادية وذلك من خلال المؤشرات التي تتعلق بمدى قدرة الوحدة الاقتصادية على الوفاء بالتزاماتهم تجاههم وكذلك الحال بالنسبة للموردين حيث يهتم بالمؤشرات التي يمكن من خلالها توضيح مدى الاستمرار في عمليات البيع بالأجل لتلك الوحدة الاقتصادية.

5. **الأسواق المالية (البورصات):** يمكن أن تستفيد الأسواق المالية من نتائج عملية التشخيص المالي من خلال اعتمادها على المؤشرات المستخرجة في تسديد النصائح المالية للمستثمرين وتوجيه التوقعات المستقبلية المتعلقة بأسعار الأسهم بناء على المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم بناء على المعلومات المتوفرة.

6. **جهات أخرى:** هناك العديد من المستفيدين الذين ترتبط مصالحهم بالوحدة الاقتصادية بصورة غير مباشرة يصعب تحديدها بدقة أو بشكل مباشر، إلا أن لهم مصالح واهتمامات بنتائج التحليل المالي للوحدة الاقتصادية، ويتخذون بناء عليها قرارات تؤثر بشكل مباشر على أعمالهم، ويقع ضمن هذه المجموعة (الصحافة الاقتصادية، أجهزة التخطيط الحكومية، وغيرها...).

## 6.5 علاقة الصكوك الإسلامية في تحقيق التوازن المالي:

تساعد الصكوك الإسلامية في تحقيق التوازن المالي على عدة جوانب، منها:

- توفير تمويل بطريقة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وبالتالي تشجيع المستثمرين الذين يبحثون عن الاستثمارات المتوافقة مع قيمهم الدينية.
- تقليل المخاطر المالية للمستثمرين عن طريق المشاركة في الأرباح والخسائر، مما يحفزهم على التعاون مع الشركات أو الحكومات المصدرة للصكوك.
- تعزيز الشفافية والمساءلة في إدارة الأموال، حيث يتم تحديد نسبة الأرباح والخسائر وفقاً للعقد المبرم بين المستثمرين والشركة المصدرة للصكوك، ويتم تحديد الاستخدامات المسموح بها للأموال.
- تشجيع الاستثمار في المشاريع التي تخدم المصالح العامة والتنمية المستدامة، مثل المشاريع البنية التحتية والمشاريع الزراعية والطاقة المتجددة.

### خلاصة الفصل

كان لهذا الفصل أفكار ومفاهيم تميزت في أن الصكوك الإسلامية تحمل جملة من الضوابط والأحكام المتوافقة مع الشريعة التي تجعلها تتميز بخصوصيات تميزها عن نظيرتها التقليدية، سواء من جانب عملها أو الأنشطة والخدمات التي تقدمها أو حتى الأهداف التي تريد تحقيقها. فأغلبية المؤسسات المصرفية الإسلامية أصبحت تستعين بالصكوك وخاصة الإجارية لتلبية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية لمختلف المتعاملين سواء الأفراد أو المؤسسات أو الحكومات.

وأيضاً كانت لنا الدراسة للتوازن المالي الذي يعتبر هدفا مهما لأي مؤسسة سواء حكومية أو خاصة، حيث يساعد على كشف سمعة المؤسسة وزيادة الثقة مع المستثمرين، حيث يعد التوازن المالي أمر مهم للاستقرار الاقتصادي والمالي وهذا بتساوي الإيرادات والنفقات التي تتم دراستها عبر مجموعة من المؤشرات أهمها كل من التشخيص والتحليل الماليين.

# الفصل الثالث

دراسة تحليلية لإصدار الصكوك

الإسلامية في السودان و ماليزيا

## تمهيد:

اكتست الصكوك الإسلامية مؤخرًا أهمية بالغة وأكتسحت أسواق عالمية دولية لكونها أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة والتي شهدت انتشارًا ونموًا واسعًا واستثنائيًا في السنوات الأخيرة لكونها بدائل شرعية ناجحة للدول و المؤسسات الإسلامية في تمويل مشاريعها الكبيرة منها والمتوسطة وحتى الصغيرة، ولقد أثبتت التجربة العملية للصكوك الإسلامية نجاحًا هائلًا في بعض البلدان الإسلامية على غرار دولتي السودان و ماليزيا بعد استفادتهما من المزايا التي توفرها الهندسة المالية، كما أن الجزائر لها ابعاد في تبني هذه الأداة وتقتدي بدولتي ماليزيا والسودان حتى توفر موازنة مالية لتحقيق توازن اقتصادي.

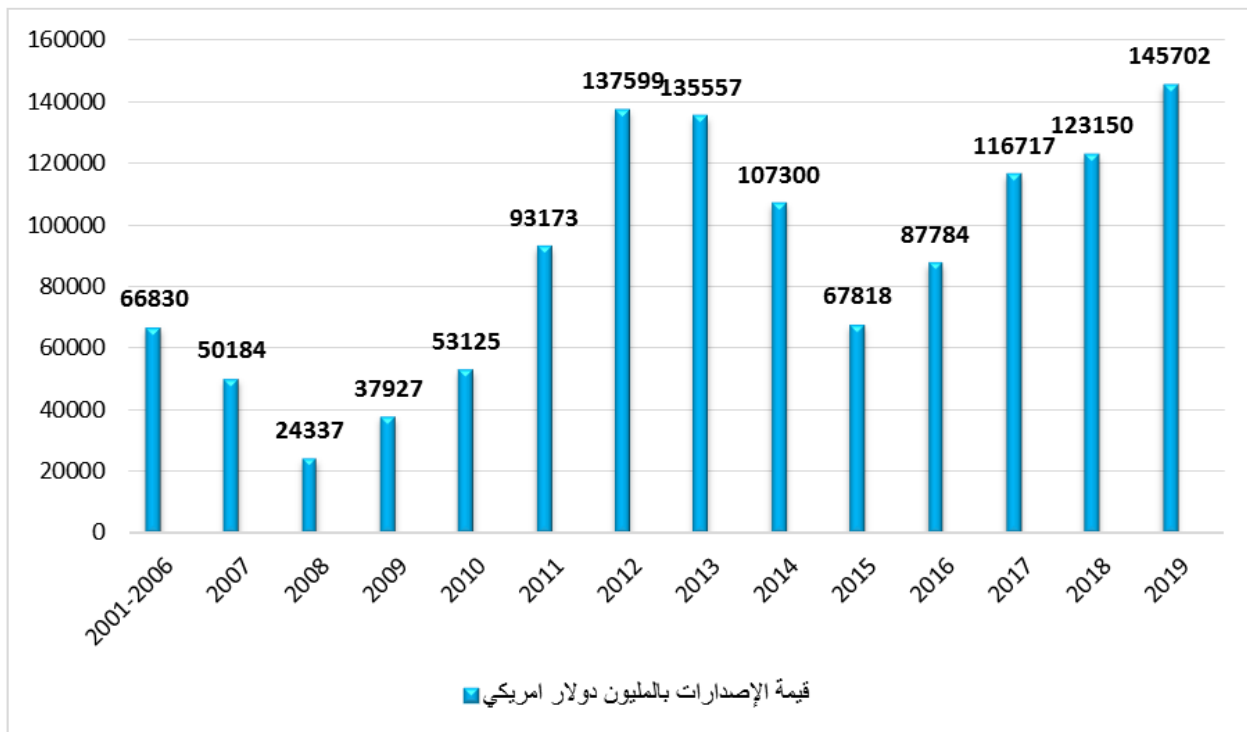
## 1. واقع وتطور صناعة الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001م-ديسمبر 2019م

لقد زاد الإهتمام الدولي في السنوات الأخيرة بالمعاملات الإسلامية خاصة التعاملات بالصكوك الإسلامية، هذه الأخيرة التي شهدت إنتشارا واسعا وتوسعا كبيرا وزيادة في حجم إصداراتها محليا ودوليا، حيث بلغ حجم الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية ما قيمته 145.7 مليار دولار أمريكي حسب تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية.<sup>45</sup>

### 1.1 حجم إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001م - ديسمبر 2019م

لقد هيمنت إصدارات الصكوك الإسلامية على سوق الأدوات المالية الإسلامية على المستوى العالمي، حيث شهدت رواجاً واسعاً ونمو كبيراً ومتسارعاً في حجم الإصدارات وهذا ما أثبتته الإحصاءات التالية:

الشكل رقم(01): القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك الإسلامية للفترة (2001م -ديسمبر 2019م)



Source: Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market July 2020 | 9th Edition

<sup>45</sup> بوعونية صابر، قروش عيسى، واقع آفاق تطور صناعة الصكوك الإسلامية في العالم، دراسة تحليلية للفترة 2001-2019، مجلة بحوث وتطبيقات مالية الإسلامية، المجلد 05، العدد 02، ص 153.

من خلال الإحصاءات الواردة في الجدول المبين أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية بلغت 1247.2 مليار دولار أمريكي، والموزعة خلال الفترة 2001م -ديسمبر 2019م، وقد شهدت هذه الفترة عدة أحداث وكان أبرزها أزمة الرهن العقاري 2008م التي إنتقلت عدواها وتداعياتها إلى السوق المالية الإسلامية، إذ تأثرت منتجات الصناعة الإسلامية من الصكوك وكانت هذه الأزمة محطة وإنحراف في مسار إنتاج الصكوك الإسلامية، حيث إنخفض حجم الإصدارات بحوالي 25847 مليون دولار أمريكي بين سنتي 2007م و 2008م بنسبة إنخفاض بلغت 48.5%، ويعتبر هذا أول تراجع في مسيرة صناعة الصكوك الإسلامية منذ 2002م.

كغيره من الأسواق في تلك الفترة واجه سوق الصكوك الإسلامية صعوبة كبيرة، أبرزها إرتفاع كلفة الإقراض والخسائر الضخمة التي ، تكبدها المستثمرون جراء إنهيار أسعار الأصول المالية والعقارية ، وبحلول عام 2009م بدأ حجم الإصدار العالمي للصكوك يسجل مسارا تصاعديا حيث بلغ قيمة 379927 مليون دولار أمريكي أي بزيادة قدرها 55.84% ، وواصل هذا التزايد والانتعاش في حجم الإصدارات خلال سنتي 2010م إلى 2011م ما قيمته 53125 الى 93173 مليون دولار أمريكي وبزيادة بلغت 75.38%، وقد شهد عام 2012م طفرة غير مسبوقه في تاريخ إصدارات الصكوك على المستوى العالمي ببلوغها قيمة 137599 مليون دولار أمريكي، وبسبب تباطؤ النمو الإقتصادي وتزامنا مع إنخفاض أسعار النفط ووقف ماليزيا إصدار صكوك الإستثمار قصيرة الأجل، مما أدى الى تباطؤ وإنخفاض نمو الإصدارات ببلوغها عام 2015م حوالي 67818 مليون دولار أمريكي .

شهد إصدار الصكوك على المستوى العالمي بعد 2015م إنبعاثا مرة أخرى وواصلت هذه الصناعة مسيرتها ونموها خلال الفترة 2016م إلى 2019م العام الذي بلغت فيه قيمة الإصدارات 145702 مليون دولار أمريكي، نتيجة قيام الحكومات في أسواق التمويل الإسلامي الأساسية بتحويل مزيج التمويل الخاص بها إلى مجموعة من الأدوات الإسلامية، بالإضافة إلى مواصلة حكومات ماليزيا وإندونيسيا ودول مجلس التعاون الخليجي لجوئها الى توفير السيولة عبر أسواق التمويل، ما يدعم النمو طويل الأجل في حجم الصكوك.

## 2.1 حجم الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية حسب الدول (2001م-ديسمبر 2019م):

عرفت الصكوك الإسلامية شهرة كبيرة ومراتب جد متقدمة على المستوى العالمي والمحلي، سواء من حيث حجم إصداراتها أو أماكن وجغرافيا إنتشارها خاصة في السنوات الأخيرة، والبيانات التالية توضح ذلك:<sup>46</sup>

الجدول رقم(02): القيمة الإجمالية للإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية حسب الدول للفترة (2001م - ديسمبر 2019م)

المنطقة	الدول	قيمة لاصدارات بالمليون دولار أمريكي	النسبة من اجمالي قيمة الاصدارات
دول آسيا والشرق الأقصى	الصين	97	%0.01
	هونغ كونغ	3196	%0.26
	أندونيسيا	98908	%7.93
	اليابان	190	%0.02
	ماليزيا	733748	%58.83
	باكستان	17630	%1.41
	سنغافورة	1498	%0.12
	باقي الدول	95438	%0.88
	المجموع	950705	%69.46
دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط	البحرين	33735	%1.70
	الكويت	4458	%0.36
	عمان	4188	%0.50
	قطر	33667	%2.70
	المملكة العربية السعودية	146291	%11.73
	الإمارات العربية المتحدة	88688	%7.11
	باقي الدول	736	%0.06
	المجموع	311763	%25.16

<sup>46</sup> بوعويينة صابر، قروش عيسى، مرجع سابق، ص154-155.

0.07%	864	نيجيريا	دول إفريقيا
0.04%	500	جنوب إفريقيا	
1.58%	19646	السودان	
0.19%	1947	باقي الدول	
1.84%	22957	المجموع	
0.001%	1	فرنسا	أوروبا ودول أخرى
0.02%	206	ألمانيا	
0.02%	280	لكسمبورغ	
3.25%	40544	تركيا	
0.14%	1719	المملكة المتحدة	
0.11%	1367	الو.م.أ.	
0.01%	77	كازاخستان	
3.54%	44194	المجموع	
100%	1329619	المجموع الكلي	

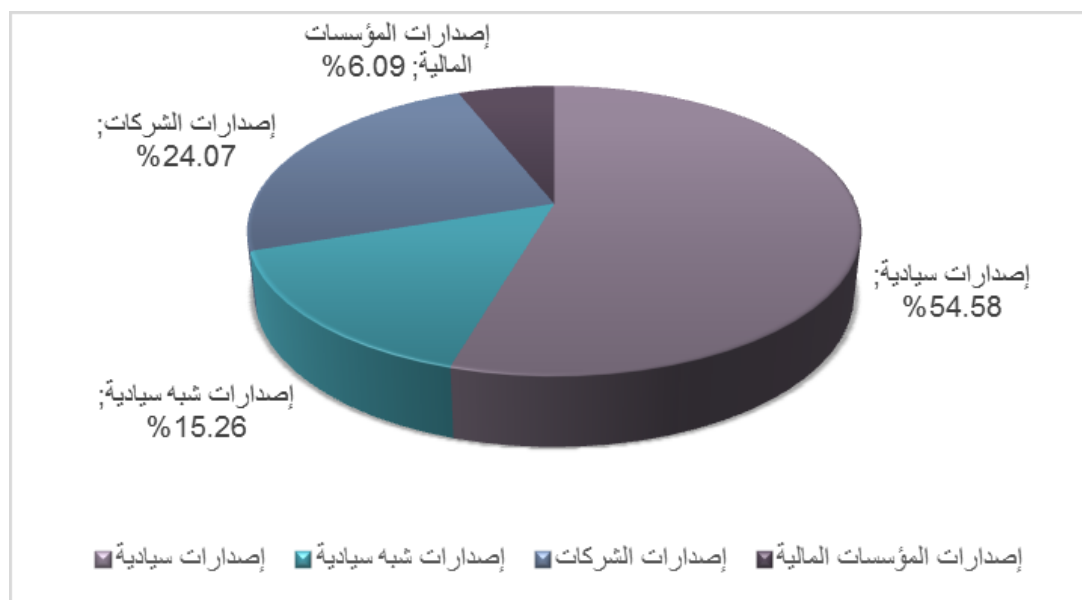
Source : Sukuk Report, A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market July 2020 | 9th Edition

عرفت صناعة الصكوك الإسلامية إنتشارا واسعا من حيث الإصدارات ومكان تواجدها، ولقد زاد توسعها الجغرافي ولم تعد حكرًا على دول معينة، إذ تجاوز إنتشارها دول آسيا والشرق الأوسط خلال الفترة 2001م - ديسمبر 2019م إلى دول إفريقيا و أوروبا وأمريكا، وتعتبر دول آسيا والشرق الأقصى الموطن الأول لإصدار الصكوك الإسلامية بمجموع 950705 مليون دولار أمريكي بنسبة 69.46%، وتحتل ماليزيا النسبة الكبرى 58.83% على المستوى دول العالم، وتليها المملكة العربية السعودية بنسبة 11.37% بإجمالي 146291 مليون دولار أمريكي من القيمة الإجمالية العالمية للإصدارات، وتأتي في المرتبة الثالثة إندونيسيا بقيمة إصدارات 98908 مليون دولار أمريكي من الصكوك بنسبة 7.93% في تلك الفترة.

### 3.1 حجم الإصدارات حسب الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية للفترة (2001م - ديسمبر 2019م):

تعتبر الصكوك السيادية الإسلامية وثائق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها من طرف المؤسسات الحكومية أو شبه الحكومية تثبت حق الملكية لحاملها في أصول الدولة ، والشكل التالي يوضح حجم و أهم الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية:<sup>47</sup>

الشكل رقم(02): حجم الإصدارات حسب الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية للفترة (2001م ديسمبر 2019م)



Source: Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market July 2020 | 9th Edition

تصدرت الصكوك السيادية عمليات الإصدار العالمية للفترة 2001 ديسمبر 2019م، إذ بلغت قيمتها 680.74 مليار دولار أمريكي بنسبة 54.58% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك بحسب جهة الإصدار، كما أشارت تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية بأن هناك إنتعاش على مستوى الصكوك السيادية بقيادة كل من المملكة العربية السعودية واندونيسيا وماليزيا وتركيا رغم الصدمة الإقتصادية التي سببتها أزمة COVID19، أما إصدارات قطاع الشركات فقد بلغت 300.162 مليار دولار أمريكي بنسبة 24.07% خلال الفترة 2001م- 2019م، مع إنخفاض طفيف خلال عام 2019م و إحصائية متزايدة أن يظل حجم إصدارات الصكوك للشركات

<sup>47</sup> بو عويينة صابر، قروش عيسى، مرجع سابق، ص156-157.

منخفض بدايات الربع الأول من عام 2020م بسبب وباء COVID19، الذي أدى إلى تأجيل إصدار الصكوك من طرف الهيئات الراغبة في تمويل مشاريعها في ضوء حالة التوقف والتأجيل للمشروعات.

كما بلغت الإصدارات شبه السيادية ما قيمته 190.34 مليار دولار أمريكي بنسبة 15.26%، ومن جهة أخرى قدرت إصدارات المؤسسات المالية بحوالي 75.96 مليار دولار أمريكي بنسبة 6.09%، والتي تعتبر كمصدر ليس فقط لأغراض إدارة السيولة ولكن أيضا لتلبية متطلبات كفاية رأس المال (international islamic financial market, 2020)

#### 4.1 حجم الإصدارات حسب صيغة التمويل الإسلامية:

تعد صكوك الإجارة والمراجحة والسلم والمضاربة والإستصناع والمشاركة من أهم العقود الرئيسية، ذلك ما يؤكد الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001م-2019م كما في الشكل التالي:<sup>48</sup>

الجدول رقم (03): الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية حسب صيغة التمويل للفترة (2001م-

ديسمبر 2019م)

صيغة الاصدار	قيمة الاصدارات(مليون دولار أمريكي)	النسبة من قيمة كل إصدار
المراجحة	340237	58.2%
الإجارة	129350	21.69%
المشاركة	22933	3.85%
البيع بثمن آجل	22122	3.71%
هجينة	47544	7.97%
المضاربة	6534	1.10%
الوكاة	8471	1.42%
الإستصناع	19	0.06%
أنواع أخرى	1738	0.29%
السلم	10503	1.71%

Source: Sukuk Report, A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market July 2020 | 9th Edition

<sup>48</sup> بو عويينة صابر، قروش عيسى، مرجع سابق، ص 157.

يبين الشكل (03) حجم الإصدارات حسب النوع خلال الفترة 2001 ديسمبر 2019م، حيث كانت صيغتي المرابحة والإجارة هما المسيطرتان من حيث حجم الإصدارات، فقد بلغت نسبة إصدار صكوك المرابحة 58.2% من حجم الإصدارات العالمية حسب صيغة التمويل، تليها صكوك الإجارة بـ 21.69% والتي تعتبر الأسلوب المفضل لدى الجهات المصدرة والمستثمرين على حد سواء نظرا لعائدها الذي يتميز بالإستقرار، في حين بلغت إصدارات صكوك المشاركة نسبة 3.85% من القيمة الإجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب النوع، أما باقي الإصدارات الأخرى فهي موزعة كما يلي: صكوك المضاربة 1.1%، الوكالة 1.42%، الإستصناع 0.06%، الهجينة 7.97%، السلم 1.71%، البيع بثمان أجل 3.71%، وأنواع أخرى 0.29%.

## 2. تجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا

### 1.2 تاريخ ظهور سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا :

تعود أول بداية حقيقية لتطوير العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا سنة 1983 م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، حيث صدرت مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ثم تلاه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي (برهارد) الذي بدأ عملياته في جويلية من عام 1983 م، بالإضافة إلى إطلاق مشروع العمليات المصرفية بدون فوائد في مارس 1993.<sup>49</sup>

في حين يعود التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي، أين قامت شركة (شيل.ام. دي.اس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي سنة 1990 م، تبع ذلك العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه.<sup>50</sup>

### 2.2 تاريخ تطور سوق رأس المال في ماليزيا:<sup>51</sup>

يمكن تتبع أهم مراحل تطوره في الجدول التالي:

<sup>49</sup> صقر الدين، سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، جامعة اليرموك، ماجستير 2006-2007، ص38.

<sup>50</sup> أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال والصناعة، العدد 17، 1999، ص24.

<sup>51</sup> محمد لخضر بوساحة، زينب فيلاي، محمد عبد الوهاب شاتي، واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا وآفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها، مجلة شعاع

للدراستات الاقتصادية، المجلد / 07 العدد 01: 2023، ص51-52.

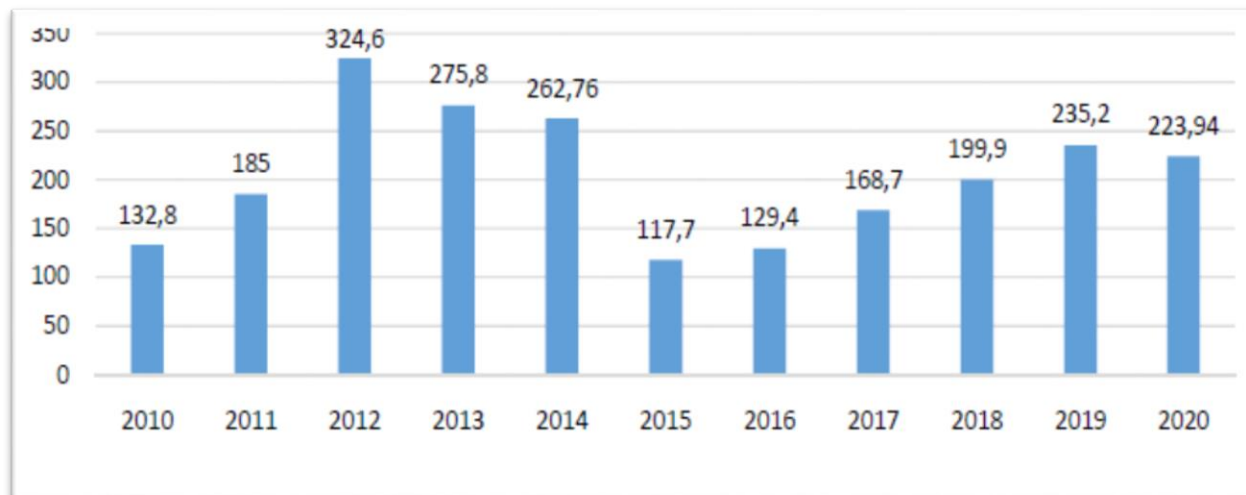
## الجدول رقم (04) : أهم مراحل تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

السنة	أهم المراحل	م
1990	إصدار لأول مرة صكوك إسلامية من قبل شركة Shell mds sdnbhd.	01
1994	تأسيس أول شركة سمسرة اسلامية لتجارة الأسهم من BIMB Securites Sdnbhd .	02
1995	تأسيس وحدة سوق رأس المال الإسلامي من قبل هيئة الأوراق المالية.	03
1996	قيام هيئة الأوراق المالية الماليزية بتأسيس المجلس الشرعي الاستشاري واطلاق أول مؤشر شرعي.	04
1997	أصدرت شركة khazanah الوطنية أول صكوك khazanah ذات معدل كوبون صفري تقوم على أساس المرابحة وبيع الدين.	05
2000	إطلاق الصندوق الاستثماري أول صندوق سندات استثماري إسلامي.	06
2001	إطلاق المخطط الرئيسي لسوق المال Masterplan1 لتأسيس سوق رأس مال إسلامي دولي.	07
2002	أصدرت شركة Kumpulanguthriebhd أول صكوك إجارة بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي بهذا أصبحت ماليزيا أول الدول التي اصدرت صكوك حكومية دولية.	08
2003	خضم الضرائب لمدة خمسة سنوات على النفقات التي يتم تكبدها على عملية اصدار الصكوك الاسلامية.	09
2005	اصدار أول صندوق استثماري عقاري.	10
2008	تشجيع الحكومة الماليزية على انشاء صناديق استثمارية اسلامية أجنبية وذلك من خلال جملة من التسهيلات والخوافز.	11
2010	اطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال Masterplan2 ولذلك للمدة(2010-2020).	12
2011	تم اصدار أول مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ السيادي الشرعي ولذلك بالتعاون مع رابطة المؤسسات الاسلامية المصرفية لماليزيا.	13

المصدر: بالاعتماد على - بن فايد الشيخ(2019-2020)، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية دراسة التجربة الماليزية(2008-2017)، ص256-257.

## 3.2 واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا: 52

الشكل رقم (03) : حجم الصكوك الإسلامية في ماليزيا الوحدة: مليار رينجيت ماليزي



Source : -Securities Commission Malaysia.(2020). Annual report 2020 Part statements, statistics and activities, P :(168).

-Securities Commission Malaysia.(2018). Annual report 2018 Part statements, statistics and activities, P :165 .

تعتبر السوق المالية الإسلامية الماليزية من الأسواق الثرية بالأوراق المالية الإسلامية، إذ كما تطرقنا بخصوص نشأتها أن لها ثلاثة عقود وما يزيد من الزمن في مجال إصدار الصكوك وتداولها، وهو ما جعلها تحقق أرقام عالية في هذا المجال إذ كما يظهر من خلال الشكل (رقم 03) أن أعلى إصداراتها للصكوك الإسلامية بلغ أوجه عام 2012 بواقع 324,60 مليار ر. م، وترجع أسباب هذا الارتفاع إلى تركيز ماليزيا في المقام الأول على مخططات تطوير مشاريع البنية التحتية اعتمادا على الصكوك الإسلامية كمصدر للتمويل طويل الأجل، كما استثمرت تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع الاستثمارية وجذب الاستثمارات الأجنبية لتنشيط السوق المالية الدولية وهو ما أدى إلى زيادة الطلب والعرض على الصكوك الماليزية محليا ودوليا.

كما يظهر من خلال الشكل (رقم 03) انخفاض حجم الإصدار خلال الفترة من 2014 إلى غاية 2016 وذلك يعود إلى انخفاض قيمة العملة وتذبذب في أسعار النفط خلال تلك الفترة، بالإضافة إلى صدور قرار من البنك

<sup>52</sup> محمد لخضر بوساحة ، زينب فياللي، محمد عبد الوهاب شاني، مرجع ساب، ص53-54.

المركزي الماليزي يقتضي تخفيض إصدار الصكوك، ليستعيد قطاع التصكيك عافيته فيما بعد (2017\_2019) بسبب تنوع إصدارات الصكوك من حيث الصيغ وبالأخص الرواج الذي لقيته صكوك المراجعة بسبب انخفاض مخاطر الاستثمار بها.

أخيرا يظهر انخفاض في حجم الصكوك الإسلامية لعام 2020 وذلك بسبب الوضع الوبائي كوفيد19، ناهيك عن أزمة السيولة العالمية التي تزامنت مع انتهاء أجل المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال Masterplan2 والذي على اثر انتهائه تم رفع الإعفاءات لضريبة عن عملية التصكيك.

## 4.2 دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا :

لقد ساهم إصدار الصكوك الإسلامية بماليزيا بشكل كبير، في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد، فمنذ ظهورها سنة 1990 أصبحت أداة جديدة تستعمل من طرف الحكومة و الشركات الخاصة على حد سواء لتلبية حاجياتهما الاستثمارية أو التنموية، والقطاع الأكثر إصدارا للصكوك يتمثل في القطاع المالي بنسبة 42 %، متبوع بقطاع النقل بـ 22 %، ثم قطاع الطاقة والمناجم بـ 16% وقطاعي البناء والاتصالات بـ 10 %، في حين قطاعات العقار والنفط والغاز والخدمات فقد أصدرت صكوكا بـ 3% في كل قطاع.<sup>53</sup>

## 5.2 تأثير التمويل بالصكوك الإسلامية على بعض مؤشرات الاقتصاد الماليزي:

من المعلوم أن قياس مدى تطور أي اقتصاد و نموه يستند على جملة من المؤشرات الدالة على ذلك، و لإبراز مدى فعالية الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي نتطرق في هذا الفرع لتأثير إصدار الصكوك السيادية المستخدمة لتمويل مشاريع البنية التحتية على بعض المؤشرات الرئيسية في الاقتصاد الماليزي.

### 1.5.2 الناتج المحلي الإجمالي للفرد قبل و بعد إصدار الصكوك السيادية لغرض تمويل البنية التحتية في ماليزيا:

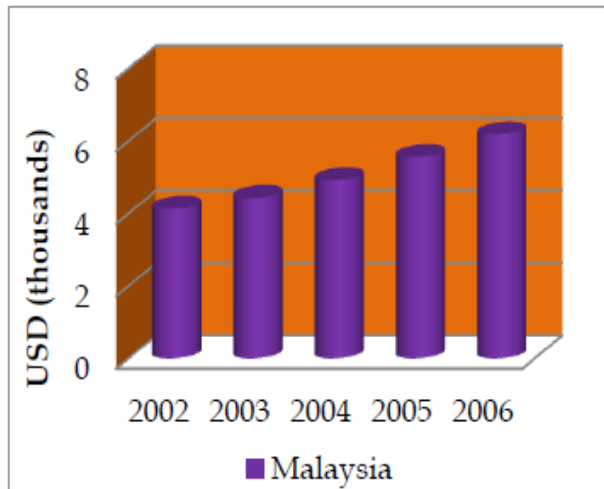
إن الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد في ماليزيا شهد نموا مطردا خلال الفترة ( 2002 – 2006 ) قبل إصدار الصكوك السيادية في قطاع البنية التحتية، إذ أنها بدأت في الارتفاع بما يقرب من 600 \$ سنويا من عام 2003 حتى نهاية الفترة، كما يوضح الشكل ( 04 ) أدناه، من ناحية أخرى فإنه يشير إلى أن هناك زيادة ملحوظة في قيمة الناتج

<sup>53</sup> ساسية جدي، دور الهندسة المالية في صناعة الصكوك المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا والسودان، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015، ص204.

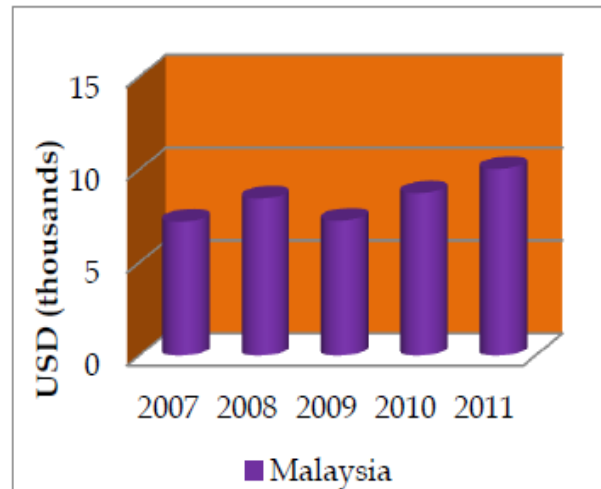
المحلي الإجمالي للفرد الواحد في ماليزيا بعد صدور الصكوك السيادية في القطاع، والجدير بالذكر أن الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد في ماليزيا لم يتأثر بالأزمة المالية العالمية إلى حد كبير، حيث ارتفع إلى 8460 \$ في عام 2008 مابعد أن كان 7218 \$ في عام 2007<sup>54</sup> و استمر في الارتفاع بشكل ملحوظ حتى عام 2011 على الرغم من وجود انخفاض مفاجئ في عام 2009، كما يظهر الشكل أن معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد بعد إصدار الصكوك كانت أكثر منها قبل الإصدار، ما يفسر المساهمة الايجابية للصكوك السيادية في الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد.

الشكل 04 : "الناتج المحلي للفرد الواحد قبل وبعد إصدار الصكوك السيادية لتمويل البنية التحتية في ماليزيا"

الناتج المحلي الاجمالي للفرد قبل اصدار صكوك  
البنية التحتية



الناتج المحلي الاجمالي للفرد بعد اصدار  
صكوك البنية التحتية



Source :Ahliddin Malikov, (2016), "How Does Sovereign Sukuk Impact On The Economic Development Of Developing Countries? An Analysis Of Infrastructure Sector", p :14.

<sup>54</sup> Ahliddin Malikov, (2016), "How Does Sovereign Sukuk Impact On The Economic Development Of Developing Countries? An Analysis Of Infrastructure Sector", p :14.

## 2.5.2 نسبة الصكوك السيادية إلى الناتج المحلي الإجمالي و ميزانية الدولة:

يبين الجدول رقم(05) أن مساهمة إصدارات الصكوك السيادية في نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا كانت تساوي 0.61 % في عام 2002 ، في حين كانت تمثل 2.76% من الموازنة العامة للدولة. وقد ارتفعت مساهمة الصكوك السيادية في الناتج المحلي الإجمالي الى 17.17 % في عام 2011 ؛ و علاوة على ذلك فإن مساهمتها في الموازنة العامة للدولة عرفت زيادة إلى 57.37 % في عام 2011 ومن الضروري الإشارة إلى أن ما يقارب 10 % من الصكوك السيادية تم استثمار أموالها في عام 2011 في مشاريع البنية التحتية. هذا يشير بوضوح إلى أن صكوك البنية التحتية كان لها تأثير كبير على التنمية الاقتصادية في ماليزيا.<sup>55</sup>

الجدول رقم(05) نسبة الصكوك السيادية الى الناتج المحلي الاجمالي وميزانة الدولة (%):

نسبة الصكوك السيادية ل :		السنوات:
الموازنة العامة	الناتج المحلي الإجمالي	
2.76	0.61	2002
0.86	0.21	2005
10.83	2.70	2006
31.36	8.69	2007
5.50	1.66	2008
32.23	9.85	2009
56.66	16.24	2010
57.37	17.17	2011

Source : Khairunnisa Musari,OP-CIT,p :40.

<sup>55</sup> Khairunnisa Musari, (2013), "Analysis of the Difference between before and after the Issuance of Sovereign Şukūk to the Financial of State and Well-Being of Society in Bahrain, Malaysia, and Indonesia", International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol. 1, No.232, pp :39- 40.

Ahliddin Malikov, opcit, p :20.

6.2 إيجابيات وسلبيات التجربة الماليزية:<sup>56</sup>

أ. إيجابيات التجربة الماليزية: على الرغم من وجود بعض جوانب القصور في التجربة الماليزية إلا أنها تعد تجربة ناجحة متمثلة فيما يلي:

- التجربة الماليزية تجربة تنموية ناجحة قائمة على مبدأ التوازن بين الأهداف الكمية والأهداف النوعية.
- اهتمام التنمية الماليزية بالمبدأ الإسلامي الذي يجعل الإنسان محور النشاط التنموي.
- التزام الحكومة الماليزية بالأسلوب الإسلامي السليم في ممارسة مختلف الأنشطة الاقتصادية وتوجيه الموارد.
- تفعيل الأدوات الاقتصادية والمالية الإسلامية في مجال التنمية مثل الزكاة والوقف من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة بهما.
- مساهمة فعالة من طرف الدولة في تجربة العمل المالي والمصرفي الإسلامي.

ب. سلبيات التجربة الماليزية: مما يؤخذ على التجربة الماليزية في مجال صناعة الصكوك الإسلامية ما يلي:

- إشكالية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية الإسلامية بسبب إجازتها لبعض الصيغ التمويلية مثل إجازة بيع الدين بالدين أو بيع العينة وعدم إجازتها من بعض الدول الإسلامية كدول الخليج العربي وذلك راجع إلى اختلاف المذاهب الإسلامية بين ماليزيا وتلك الدول.
- إشكالية تطبيق المشتقات في الصناعة المالية الإسلامية، حيث مازال الجدل والنقاش حول جواز وعدم جواز المشتقات الإسلامية غير أن ماليزيا تطبقها على المؤشرات و العملات في ادارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك.

## 3. التجربة السودانية في تمويل عجز الموازنة العامة باستخدام الصكوك الإسلامية

لقد اثبتت العديد من تجارب اصدار الصكوك الإسلامية مقدرتها على بسوئيل عجز ميزانيات الحكومات ومن بين هذه التجارب التجربة السودانية والتي تعد من التجارب الناجحة والمتميزة في مجال صناعة الصكوك الحكومية السيادية، ولعل من أسباب نجاح هذه التجربة كون القطاع المصرفي السوداني بيماني ذلك البنك المركزي يعمل وفق النظام الإسلامي منذ سنة 1992 وبذلك يكون النظام المصرفي السوداني هو النظام الرائد في تطبيق المصرفية الإسلامية في الدول العربية والدول الإسلامية وفي مجال اصدار الصكوك الإسلامية والتي بدأت منذ سنة 1998.

<sup>56</sup> أ. حفوطة الأمير عبد القادر، د. زيدي البشير، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربتي السودان و ماليزيا نموذجاً)، مجلة البحث في المالية والمحاسبة، العدد 04-2017، ص 80.

### 1.3 ظهور الصكوك الإسلامية في السودان وأنواعها:

تعمل دولة السودان في بيئة اقتصادية ومصرفية وفق المنهج الإسلامي، الأمر الذي يتطلب منها ابتكار أدوات ووسائل تتماشى مع هذا المنهج، بديلة للأدوات التقليدية القائمة على سعر الفائدة بغرض تطوير السياسة النقدية وزيادة فعاليتها ومنها خلق أدوات لإدارة السيولة وتمويل الموازنة العامة للدولة تعمل وفق الشريعة الإسلامي.

#### 1.1.3 ظهور الصكوك الإسلامية في السودان:

يعتبر السودان أول بلد إسلامي قام بتحويل نظامه المصرفي بأكمله للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وفي سبيل إيجاد أدوات وأساليب تمويلية إسلامية تكون بديلاً عن السندات التقليدية، ولهذا انتهجت السودان النظام المصرفي الإسلامي بالكامل منذ ثمانينات القرن الماضي، الذي يقضي بعدم التعامل بالفائدة لجميع مؤسسات القطاع المصرفي وعليه كان لابد للبنك المركزي السوداني استخدام أدوات بديلة لإدارة السيولة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية تتمتع بفاعلية وكفاءة عالية. وقد واجه تحديات بالغة التعقيد في إدارته للسياسة النقدية والتمويلية لعدم وجود اثر عملياً يمكن ان يعتمد عليه في تطبيق التجربة الإسلامية في القطاع المالي المصرفي. فكان لابد من الاجتهاد لإيجاد صيغ بسوية إسلامية لإدارة السيولة النقدية والتمويلية في الاقتصاد وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة.<sup>57</sup>

لجأ السودان الى استخدام اذونات الخزينة العامة لتمويل عجز الميزانية في عام 1996، وكانت هذه محاولة لإنشاء سوق لتنظيم الأوراق المالية في ذلك الوقت الا ان الفكرة طبقت فعلياً في عام 1994 من خلال إجازة قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية وقانون صكوك التمويل لعام 1995 لتنظيم إصدارات الصكوك مختلفة. وفي أوائل التسعينات أجريت تعديلات على تركيبة الاقتصاد السوداني من ضمنها إلغاء العمل بنظام اذونات الخزينة كونها تتعارض مع احكام الشريعة الإسلامية، وفي النصف الأول من عقد التسعينات شهد الاقتصاد السوداني تراجعاً كبيراً وارتفاعاً في حجم الاستدانة من القطاع المصرفي، وبلغت معدلات التضخم نسبة 13.3% في عام 1996، الأمر الذي أدى الى ضرورة التفكير في إيجاد اليات ووسائل كفيلة بتحقيق اهداف سياسات البلد الكلية من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة،

<sup>57</sup> سندس حميد موسى، تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة، مجلة كلية التربية للبنات، مجلد 11 العدد 21، جامعة الكوفة -

والى اصدار أوراق مالية حكومية تراعي الجانب الشرعي للمعاملات المالية وإمكانية تطبيقها على مستوى الاقتصاد الكلي<sup>58</sup>.

فقد استطاع بنك السودان المركزي وبالتعاون والتنسيق التام مع الهيئة العليا للرقابة الشرعية ان يبتكر بعض الأدوات المالية المعتمد على القواعد الشرعية الإسلامية وذلك لإدارة السيولة في الاقتصاد مثل شهادات مشاركة البنك المركزي المعروفة اختصاراً (شهم) وشهادات مشاركة حكومة السودان المعروفة (بشهامة) وهي أدوات مالية مستحدثة لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة بدلا عن الاستدانة من النظام المصرفي (لأثاره السلبية على الاقتصاد) وكذلك ابتكر البنك شهادات اجارة البنك المركزي المعروفة ب (شهاب) لإدارة السيولة في الاقتصاد كما أصدرت الحكومة وبالتعاون والتنسيق مع بنك السودان والهيئة العليا لرقابة الشرعية شهادة الاستثمار الحكومي (صرح) وهي أدوات مالية تهدف الى تمويل عمليات التنمية دون خلق ضغوط تضخمية.

### 2.3 أنواع الصكوك الإسلامية المصدرة في السودان:

قامت شركة السودان للخدمات المالية منذ إنشائها، وحتى الآن بإصدار العديد من الأوراق المالية التي تعمل وفق الشريعة الإسلامية وهي:

- أ. **شهادات مشاركة الحكومة (شهامة):** تعرف بأنها تلك الصكوك التي تقوم على أساس صيغة المشاركة، فتصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، كما يتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، شركات الوكالة المعتمدة، بالإضافة إلى أنها قابلة للتداول بين الجمهور والبنوك والمؤسسات، ويكون هدفها تمويل العجز في الميزانية العامة، عن طريق استدانة وزارة المالية من موارد مالية حقيقية ما يقلل من اعتمادها على الاستدانة من البنك المركزي، زيادة على أنها ذات عائد مرتفع ومخاطر متدنية وفترة سيران قصيرة من 6 أشهر إلى سنة.
- ب. **صكوك إيجار الاستثمارات الحكومية (صرح):** تعرف بأنها تلك الشهادات التي يتم إصدارها وفق صيغة المضاربة، من قبل وزارة المالية ويتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، كما يتم استخدام إيراداتها في تمويل مشاريع البنى التحتية، قطاعات الصحة، التعليم والمياه في مختلف ولايات السودان المختلفة.

<sup>58</sup> سندس حميد موسى، مرجع سبق ذكره، ص، ص 945، 946.

ت. شهادة إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبتروول (شامة): شهادات يتم إصدارها على صيغة الإجازة الإسلامية

بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية إجازة تشغيلية لتحقيق عوائد مجرية للمستثمرين فيها.

ث. شهادة إجازة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (شاشة): تهدف هذه الشهادات إلى إصدار صكوك

بغرض توفير فرص استثمارية تحقق عائدا لحملتها بتصكيك أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وعرضها للمستثمرين بعية توفير موارد للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية بالسودان.

ج. شهادة إجازة أصول مبنى وزارة المالية والاقتصاد الوطني (برج): تم البدء في إصدار شهادات إجازة مبنى وزارة

المالية والاقتصاد الوطني (برج) تنفيذاً للسياسات المالية للدولة الواردة بالموازنة العامة للعام 2014، كما تهدف هذه الصكوك إلى توفير فرص استثمارية تحقق عائدا لحملتها بتصكيك أصول برج وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي وعرضها للمستثمرين، بالإضافة إلى توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.

ح. صكوك صناديق الذهب (بريق): هي عبارة عن صكوك قصيرة الأجل تم إصدارها في سنة 2018، بواسطة

شركة السودان للخدمات المالية نيابة عن بنك السودان المركزي، وهي صكوك استثمارية قائمة على صيغة المضاربة المقيدة (بيع وشراء الذهب)، هدفها حشد المدخرات بغية تشجيع الاستثمار، توفير أداة لإدارة السيولة، بالإضافة إلى مساعدة بنك السودان المركزي في توفير موارد النقد الأجنبي وتطوير أسواق المال المحلية.<sup>59</sup>

الجدول التالي يبين القيمة الإجمالية للصكوك الإسلامية المصدرة في السودان خلال الفترة الممتدة بين 2013-2018:

الجدول رقم (06) القيمة الإجمالية لمصكوك الإسلامية المصدرة في السودان للفترة 2013-2018 الوحدة: مليون

#### جنيه سوداني

السنوات						نوع الصك
2018	2017	2016	2015	2014	2013	
268.423	238.314	205.552	184.460	15.773	14.131	شهادة
10.524	8.195	829	904	828	841	صرح
1.892	1.892	1.892	1.892	1.892	244	شامة
2.243	2.243	2.243	2.243	2.243	1.892	شاشة

<sup>59</sup> أسماء بلعما، تجربة السودان في مجال الابتكار المالي في إطار الصيرفة الإسلامية، المجلد 04، العدد 2020، ص 01، ص 149.

150	150	150	150	150	2.243	برج
15.433	-	-	-	-	-	بريق
337.226	289.355	210.666	189.649	20.886	19.351	الإجمالي

المصدر: (شركة السودان لملاذمات المالية المحدودة، تقارير سنوية، 2013-2018)

بملاحظة معطيات الجدول أعلاه يمكن القول بأن قيمة إجمالي الصكوك الإسلامية قد شهدت تطورا ملحوظا خلال فترة الدراسة، إذ انتقلت قيمتها من 19.351 مليون جنيه سوداني سنة 2013 إلى 337,226 مليون جنيه سوداني سنة 2018 بمعدل نمو قارب 17%، ولعل السبب في ذلك يعود إلى رغبة الدولة السودانية في تأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها، الاعتماد على مصادر مالية لها مقابل حقيقي، زيادة نشاط المؤسسات العاملة فيها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال، بالإضافة إلى زيادة تقديم الدعم الحكومي للقطاعات الاقتصادية كتخفيض فاتورة الكهرباء على القطاع الزراعي بما يقارب 30%، وتنوع مصادر الحصول على التمويل لتخفيف العبء على الجهاز البنكي وعدم اللجوء إلى التمويل بالعجز.

يتبين من خلال الجدول أيضا أن شهادات شهامة (شهادات المشاركة الحكومية) هي أكثر الصكوك من حيث القيمة مقارنة ببقية الصكوك الأخرى، إذ يلاحظ التزايد المستمر في قيمتها طوال فترة الدراسة، ويرجع ذلك إلى صدورها بجدول زمني ثابت بمعدل أربعة إصدارات في العام، يضاف إلى ذلك القبول الكبير الذي وجدته هذه الشهادات من قبل العملاء باختلافهم نتيجة لقصر أجلها، ارتفاع أرباحها، ولصمانها من قبل بنك السودان المركزي.

كما تلاحظ أن شهادات صرح التي تم إصدارها لتحقيق جملة من الأهداف الأساسية تتمثل في تجميع المدخرات الوطنية والإقليمية وتشجيع الاستثمار، إدارة السيولة داخل الاقتصاد، تقليل الآثار التضخمية بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات، تمويل الحكومة لتمويل المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية، كما تساهم في تطوير سوق رأس المال المحلية والإقليمية، قد عرفت انخفاضا في قيمها في السنتين 2013 و 2015 وارتفاعا في باقي السنوات.

هذا وقد قامت الحكومة السودانية في سنة 2018 بتدشين صكوك الذهب الاستثمارية (بريق) لتقليل من معدل تهريب الذهب إلى الخارج، تحقيق استقرار في أسعار الصرف، زيادة المعروض من النقد الأجنبي، فبلغت قيمة الصك الواحد فيها 1000 جنيه سوداني بربح متوقع بين 25% و 35% وبمخاطر متدنية، فالمال الذي يتم جمعه هو مال حقيقي من مدخرات الجمهور أو الفوائض المالية لقطاع الأعمال والتجار.

أما بالنسبة لباقي الصكوك التي عرفت استقرار في قيمتها طيلة فترة الدراسة، فيعود سبب ذلك إلى أنه يتم إصدار هذه الصكوك لمدة قد تصل إلى 10 سنوات، بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك من خلال تصكيك أصول المصفاة وأصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء بالإضافة إلى تنفيذ سياسات المالية للدولة الواردة بالموازنة العامة، من أجل عرضها للجمهور لغرض توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد، ضمان توفير موارد مالية حقيقية للدولة بدون أي ضغوط تضخمية.

كما يمكن لنا توضيح تطور هذه الصكوك حسب العميل المصدر لها من خلال الجدول التالي:

**الجدول رقم (07) تطور إصدار الصكوك حسب نوع العميل للفترة 2013-2018 الوحدة: مليون جنيه سوداني**

السنوات						الجهة المصدرة
2018	2017	2016	2015	2014	2013	
2258.79	2867	2292.87	208232	2142.87	446966.67	الأفراد
16563.29	12730.23	11124.49	1070507	655231.85	9575.85	البنوك التجارية
1531.87	3326.34	3094.49	782172	282443.41	7012.93	البنك المركزي
9362.42	7533.43	6743.46	584201	434327.64	4330624.24	المؤسسات والصناديق
29716.37	26457	23255.31	2645112	1374145.77	4794179.69	الإجمالي

المصدر: (شركة السودان لملاذات المالية المحدودة، تقارير سنوية، 2021)

بعد الاطلاع على الجدول أعلاه يمكن القول بأن إجمالي إصدار الصكوك حسب نوع العميل، قد شهد تنبئاً في قيمته خلال فترة الدراسة، كما أن أكبر إصدار يعود إلى البنوك التجارية ثم البنك المركزي تليها المؤسسات والصناديق واللجان، وفي الأخير يعود أدنى إصدار إلى الجمهور أو الأفراد، فتنبذب الإصدار يعود إلى تأثير عامل التضخم، التغير في الدعم الحكومي المقدم من قبل الحكومة والتغير في احتاج رأس المال لتمويل المشروعات التنموية الكبرى.

### 3.3 تقييم مساهمة الصكوك في تحقيق التنمية الاقتصادية في السودان:

تلعب الصكوك الإسلامية دوراً هاماً في تمويل الحكومات لتوفير ما تحتاجه من مواد بغرض تمويل العجز في ميراثيتها، زيادة الناتج المحلي الإجمالي، المساهمة في تطوير الاستثمار الأجنبي وتغطية مصاريف التنمية، والجدول الموالي يبين مدى مساهمة الصكوك في تحقيق التنمية الاقتصادية في السودان:

## الجدول رقم(08) مساهمة الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية السودانية للفترة 2013-2018/الوحدة: مليون

## جنيه سوداني

السنوات						القطاعات
2018	2017	2016	2015	2014	2013	
1123.77	971.67	971.67	29175.45	713.33	6520	الخدمات الأساسية
669.05	669.05	669.05	-	-	-	البنية التحتية
349.34	260.84	260.84	-	-	89.6	المشروعات الانتاجية
1493.46	1493.46	1493.46	-	-	-	التدفقات النقدية لوزارة المالية
146.27	146.24	146.24	-	7774	69.3	المشروعات التنموية
40.47	40.47	40.47	-	-	-	المعلوماتية
78.34	78.34	78.34	-	-	-	مشاريع أخرى
3900.7	3660.1	3660.1	29175.45	8587.33	6678.9	الإجمالي

المصدر: (شركة السودان لملازمات المالية المحدودة، تقارير سنوية، 2013-2018)

يتبين من معطيات الجدول أعلاه، بأن الصكوك قد اهتمت في دعم العديد من القطاعات الاقتصادية، من خلال توفير موارد حقيقية لتمويل مشروعات التنمية في البلاد باستقطاب المدخرات المحلية وتوجيهها لمختلف القطاعات سواء كانت خدمة أو إنتاجية، هذا وقد حاز قطاعي الخدمات، الأساسية والتدفقات النقدية لوزارة الخارجية على أكبر مساهمة في تمويل المشاريع الاقتصادية، بسبب اعتماد الدولة على استراتيجيات تنموية في ما يخص إنشاء المشاريع، تمويل مختلف المرافق العامة وتوفير الهياكل الضرورية لمزاولة مختلف القطاعات لأنشطتها بكل سهولة، فقامت بإنشاء شبكات لتحلية المياه، تمويل قطاع الكهرباء، تشييد المستشفيات والمراكز الصحية في المناطق الريفية، مع ضمان توفر الجامعات والمدارس العليا على أجهزة الكمبيوتر وتقنيات متطورة لتسهيل عمل الطلاب، مع ارتفاع عدد المدارس في مرحلتي الأساس والثانوي من 22160 مدرسة إلى 23386 بمعدل 5.5% للعامين 2016/2017، كما أن الاعتماد على الصكوك في التمويل يكون نتيجة تكلفتها المنخفضة واحتوائها على جميع الآجال المختلفة.

أما تدني نسبة مساهمة الصكوك في تمويل المشاريع الإنتاجية والمعلوماتية فيعود إلى كون السودان تعتمد على استيراد المواد الأساسية والمستلزمات الضرورية بدل من توجيه نشاطها إلى تنشيط وتطوير القطاع الإنتاجي، ولكن بالرغم من الاهتمام الكبير من قبل الدولة السودانية بقطاع الزراعة إلا أن نسبة الموارد المخصصة له ضعيفة لاعتماده على المساحات الزراعية الحكومية والطرق التقليدية في الإنتاج واليد العاملة غير المكلفة، وانخفاض نسبة مساهمة الصكوك في

تمويل المشاريع المعدة في مجال المعلوماتية لاهتمام الدولة بتمويل المشاريع الأساسية في الصحة، التعليم ومشاريع البنى التحتية؛ هذا ويمكن لنا رصد دور الصكوك في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال التطرق إلى دورها في الرفع من مؤشرات النمو الاقتصادي مثل الناتج المحلي الإجمالي، عجز الموازنة، الاستثمار الأجنبي المباشر وتغطية مصروفات التنمية الاقتصادية، وهذا ما سنوضحه من خلال ما يلي:

### 1.3.3 تقييم مساهمة الصكوك في تنمية الناتج المحلي الإجمالي للسودان:

إن استخدام الصكوك كأداة استثمارية وتمويلية في الاقتصاد، يجعل لها في الأخير أثر على مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية عامة والناتج المحلي الإجمالي خاصة، وهو ما سنحاول إبرازه من خلال الجدول التالي:<sup>60</sup>

الجدول رقم(09) دور الصكوك في زيادة الناتج المحلي الإجمالي في السودان للفترة 2013-2018 / الوحدة:

مليون جيه سوداني

السنوات	الناتج المحلي الاجمالي	موارد الصكوك	نسبة المساهمة
2013	342803.3	6678.9	1.9%
2014	457827.7	8587.33	1.8%
2015	582937.4	29175.45	5%
2016	693514	3660.1	0.5%
2017	773467.7	3660.1	0.4%
2018	1228967.3	3900.7	0.3%

المصدر: (شركة السودان لملاذات المالية المحدودة، تقارير سنوية، 2013-2018)، (بنك السودان المركزي، 2013-2018)

يبين الجدول أعلاه مساهمة الصكوك الإسلامية في زيادة الناتج المحلي الإجمالي في السودان للفترة (2013-2018)، إذ نلاحظ من خلال الجدول مساهمة الصكوك تراوحت بين 0.3%-05% للأعوام 2015 - 2018، كما نلاحظ أن مساهمة التمويل بالصكوك في الناتج المحلي الإجمالي متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة. يرجع انخفاض مساهمة الصكوك في الناتج المحلي الإجمالي إلى توجيه أهم الصكوك المصدرة (شامة وصرح) في تمويل عجز المواردية، باعتبار أن الدولة السودانية دائماً ما تعاني من عجز في ميزانيتها العامة، بالإضافة إلى اعتمادها على الاستدانة في تمويل قطاعاتها.

<sup>60</sup> شركة السودان لملاذات المالية المحدودة، تقارير سنوية، 2013-2018، بنك السودان المركزي، 2013-2018.

أما سنة 2015 فقد بلغت نسبة مساهمة الصكوك 05%، التي تعتبر أعلى نسبة في فترة الدراسة، يعود ذلك إلى الاستمرار في تشجيع وحث البنوك على توجيه القدر الأكبر من مواردها المالية لصالح الإنتاج الزراعي والصناعي والخدمات، إذ بلغ إصدار البنوك التجارية للصكوك 1070507 مليون جنيه سوداني سنة 2015 وهو ما يدل على توظيف موارد الصكوك في القطاعات الإنتاجية (وجود مقابل حقيقي) وبالتالي زيادة في الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى انخفاض معدل التصحح بنسبة 12.2% مقارنة بـ 25.7% سنة 2014 وبمتوسط 17.9% خلال 2015، وكذلك زيادة عدد الشركات المصدرة للأوراق المالية، ومنه نستنتج أنه كلما زاد عدد الصكوك المصدرة زادت قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

### 2.3.3 تقييم مساهمة الصكوك في تغطية عجز الموازنة العامة للسودان:

تساهم الصكوك (خاصة الصكوك الحكومية) في تغطية العجز الموازنة للسودان، والجدول التالي يوضح ذلك:

#### الجدول رقم (10) دور الصكوك في تغطية عجز الموازنة العامة في السودان للفترة 2013-2018

السنوات	الموازنة العامة (عجز/فائض)	مساهمة شهادات الشهامة		مساهمة شهادات صرح	
		الأداء الفعلي	نسبة المساهمة %	الأداء الفعلي	نسبة المساهمة %
2013	6456	738.7	11	459.7	8
2014	4417	161.6	36	173.1	4
2015	4976	2611.2	37.4	50.3	0.72
2016	11234	2109.4	18.8	206.4	1.8
2017	14314	3276	23	163	1
2018	37846	3011	08	206	1

المصدر: (شركة السودان لملاذات المالية المحدودة، تقارير سنوية، 2013-2018)

بملاحظة الجدول أعلاه يمكن القول بأن الموارد العامة لدولة السودان قد شهدت عجزاً خلال فترة الدراسة، ولعل أهم الأسباب وراء ذلك هي:

- ❖ انفصال جنوب السودان في 2009 ما أدى لفقدان جزءاً كبيراً من إيرادات النفط الذي ذهب لجنوب السودان (فقدان الموارد الاقتصادية)، فقد أثر عدم الوصول لاتفاق حول القضايا العالقة مع دولة جنوب السودان سلباً

على الإيرادات العامة؛ الضغوط التضخمية وانخفاض الموارد نسبة لظروف السياسية غير المواتية مما أثر سلباً على الأداء المالي للموارة.

❖ انخفاض مساهمة البترول في إيرادات الموازنة العامة للدولة سنة 2014؛ الانخفاض الكبير في أسعار النفط 2014-2018.

❖ انخفاض الإيرادات البترولية نتيجة للانخفاض الكبير في الأسعار العالمية للبترول؛ وعجز تجارة الموارد البترولية. الأمر الذي جعل من ضرورة مساهمة الصكوك في تقليص عجز الموازنة أمراً حتمياً، حيث تم الاعتماد على الصكوك الحكومية في التمويل كشهادة المشاركة الحكومية (شهادة) وشهادة الاستثمار الحكومية (صرح)، فكانت نسبة مساهمة صكوك شهادة في تمويل عجز الموازنة قد تراوحت بين 8% و 37.4% خلال فترة الدراسة، كما تعود أعلى نسبة لسنة 2015، كذلك تعد بديل مناسب للسندات القائمة على الفائدة الربوية عند تدخل البنك المركزي السوداني في السوق المالي من خلال عمليات السوق المفتوحة.

بينما كانت نسبة مساهمة صكوك صرح منخفضة مقارنة بصكوك شهادة، إذ بلغت أعلى نسبة لها سنة 2013 أين سجلت 8%، هذا نتيجة انخفاض أسعار النفط مما أدى لانخفاض الإيرادات البترولية وعجز الحكومة السودانية عن توفير موارد لازمة لتمويل مشاريع البنى التحتية، طرح إصدارات من جهات أخرى بأرباح أعلى بالتزامن مع إصدارات الوزارة مما أدى إلى إحجام عن الاكتتاب في صكوك صرح بصفة كبيرة.

### 4.3 التحديات التي تواجه عمل الصكوك في تنمية الاقتصاد السوداني:

هناك عدة تحديات تعرقل التعامل بالصكوك كأداة للتمويل الاقتصادي في السودان، ينبغي أخذها بعين الاعتبار حتى تحقق الصكوك الإسلامية المريد من أهدافها المنشودة، أبرز التحديات ما يلي:<sup>61</sup>

#### 1.4.3 تحديات مرتبطة بالجانب الشرعي:

➤ **الأزمة الشرعية:** تواجه الصكوك الإسلامية كسائر المنتجات الإسلامية حملات متزايدة من الانتقادات من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، بالتالي تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.

<sup>61</sup> عبد الرزاق زيدان، صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015 الواقع، التحديات والآفاق، مجلة الاقتصاد المالية، جامعة حسين بن بوعلي- شلف-نالعدد 2019، 01، ص62.

➤ **تحدي الرقابة الشرعية:** من أبرز التحديات التي تعترض تجربة الصكوك الإسلامية قلة علماء الشريعة المؤهلين لتقييم المنتجات المالية الإسلامية قياساً بحجم النشاط الممارس، بالإضافة إلى نقص التنسيق بين الهيئات الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ما يؤدي إلى تضارب الفتاوى الفقهية التي تستند البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من جهات مختلفة.

### 2.4.3 تحديات أخرى:

إلى جانب التحديات الشرعية هناك تحديات أخرى تواجه نمو سوق الصكوك الإسلامي في السودان، نذكرها فيما يلي:

- ❖ ارتفاع تكاليف الإصدار عند تولي شركة السودان للخدمات المالية المحدودة عملية الإصدار، تغطية تكاليفه وإدارة عمليات الاكتتاب، فإن في هذا زيادة تكلفة وريادة الشبه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.
- ❖ **التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية:** ضرورة تصنيف الصكوك المالية الثمانية قبل إصدارها من قبل وكالات تصنيف الثمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك التي تحفظ كثيرا من العوائد المتوقعة.
- ❖ **مخاطر الصكوك الإسلامية:** الصكوك الإسلامية باعتبارها تحتوي على خليط من النقود، الديون، الأعيان والمنافع أو بعض هذه المكونات منفردة ونظراً لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة تجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي في مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، ومخاطر التشغيل وغيرها من المخاطر.
- ❖ **التحديات التسويقية:** نذكر من بينها التسويق الضعيف لصرح لأن عمرها أكثر من سنة والجمهور لا يفضل الصكوك والشهادات التي يتجاوز عمرها سنة لأنه من الصعب التخلص منها في السوق الثانوي دون تجاوز الثلاث سنوات.<sup>62</sup>

<sup>62</sup> آثار أحمد، حسن أحمد، دور الصكوك في التنمية الاقتصادية في السودان، رسالة ماجستير في الاقتصاد التطبيقي، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2019، ص 117-118.

- ❖ **تحديات التنفيذ بالنسبة للمشروعات:** خصوصا في الولايات السودانية حيث يتم تدخل من إدارة الولاية المعنية، كذلك عدم الإيفاء بالتزامات أدوات الدين في تاريخ استحقاقها، بالإضافة إلى استخدام أدوات الدين في سداد التزامات ديون سابقة، ما انعكس سلبا على التعامل بالصكوك في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية.
- ❖ **التحديات المرتبطة بصكوك المشاركة الحكومية (شهادة):** إن تمويل الدولة عن طريق إصدار صكوك شهادة ترتب عنه تناقص في أصول الدولة التي تصدر على أساسها هذه الصكوك، فالشركات التي تمتلكها الدولة وأصدرت عليها صكوك شهادة تناقصت، وأصبحت الشركات التي تمتلكها الدولة الآن كليا أو جزئيا قليلة جدا، وكذلك قيمتها المالية ما يحد مستقبلا من إصدار صكوك شهادة، كذلك فإن الموجودات والأعيان التي يمكن تصكيكها أصبحت قليلة العدد والقيمة، ما يجعل الأموال التي يمكن تمويل الدولة بها محدودة القيمة مع ملاحظة حاجة الدولة الكبيرة إلى التمويل، كذلك فإن إصدار صكوك شهادة قد نشأت عنه التزامات مالية ضخمة على الدولة.

### 5.3 مزايا الصكوك الإسلامية في السودان:

- من خلال هذه الدراسة التي تناولت بالتحليل دور الصكوك في تنمية الاقتصاد السوداني، وأبرزت أهم أنواع الصكوك المستخدمة لتحقيق تلك، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج التالية:
- تشير الصكوك الإسلامية الموجودة في السودان بالتنوع والابتكار ما يكسبها مرونة لتمويل الاقتصاد الوطني.
  - مساهمة الصكوك كأداة فعالة لتوفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية الضخمة (المطارات، الطرق، الكهرباء... الخ) بجانب أدوات التمويل الأخرى.
  - تعالج الصكوك القصور الموجود في التمويل الحكومي، وتسمح بتطوير السوق المالي وانفتاحه على الخارج.
  - وجود العديد من الأطراف الفاعلة في إصدار الصكوك لعل أهمها البنك المركزي، البنوك التجارية، الصناديق الاستثمارية.
  - تساهم الصكوك السودانية في زيادة الناتج المحلي الإجمالي، تمويل العجز الموازنة، تغطية المصروفات الاقتصادية، إلا أن دورها في زيادة الاستثمار الأجنبي يبقى ضئيل جدا.
  - تلعب الصكوك الإسلامية دورا في تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية، إلا أن دورها يبقى محدودا نظرا للظروف الاقتصادية والسياسية التي مرت بها السودان.

## 4. واقع عجز الموازنة العامة في الجزائر للفترة 2012-2017: 63

تعتبر سنة 2008 سنة محورية انتقلت فيها الموازنة العامة من الفائض إلى العجز و استمر هذا العجز إلى يومنا هذا، و الجدول التالي يوضح تطور أرصدة الموازنة العامة في الجزائر للفترة 2012 - نوفمبر 2017.

جدول رقم(11) : أرصدة الموازنة العامة في الجزائر للفترة ( 2012 - نوفمبر 2017 ) الوحدة: مليون دج

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016	نوفمبر 2017
رصيد الموازنة العامة	-3246197	-2205945	-3185994	-3 172 340	-2 485 785	-1 419 694

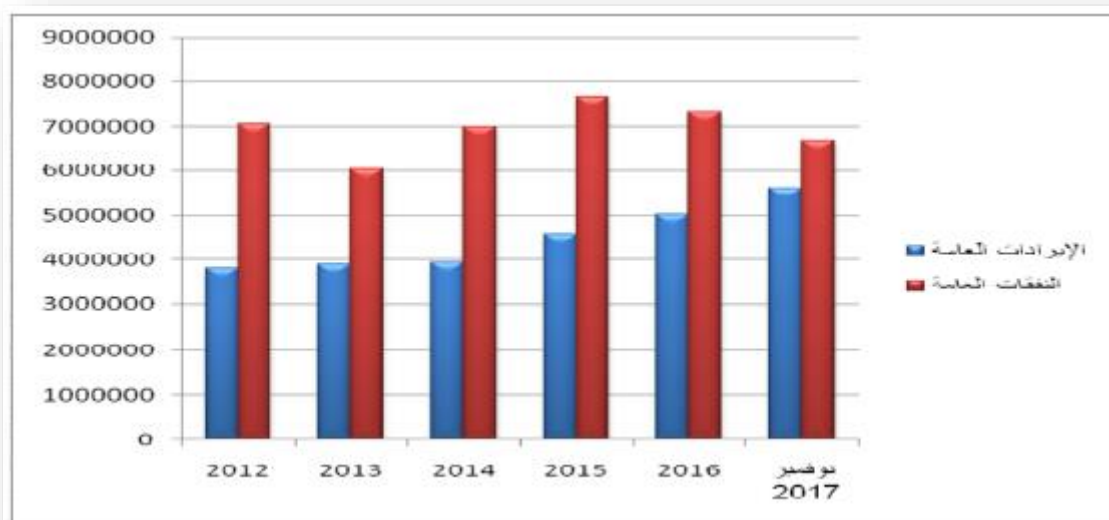
Source :Ministère de finances, sur le site : <http://www.mf.gov.dz>, consulté le : (01/06/2018)

يتضح من الجدول السابق ازدياد العجز في الموازنة العامة للجزائر منذ سنة 2014 حيث وصل إلى 31859945- مليون دج سنة بعد ان كان 220594- سنة 2013، و يعود السبب في ذلك إلى تدهور أسعار النفط العالمية منذ جوان 2014 حيث فقد البرميل أكثر من % 50 من سعره، و بما أن الجباية البترولية تساهم بما يقارب ب % 60 من الجباية العامة في الجزائر فقد ساهم ذلك في انخفاض حصيلة الإيرادات العامة ما أدى إلى حدوث العجز في الموازنة العامة.

سجل العجز في الموازنة العامة انخفاض بطيء منذ سنة 2015 إلى نوفمبر 2017 حيث وصل إلى 1419694- مليون دج نهاية 2017 و من أجل معرفة أسباب هذا العجز لابد من تحليل تطور النفقات العامة و الإيرادات العامة في تلك الفترة، و ذلك من خلال استعراض الشكل التالي:

الشكل رقم (05) تطور حجم الإيرادات العامة و النفقات العامة في الجزائر للفترة - 2012 نوفمبر 2017

63 باهي نوال، أ. أيمن فريد، الصكوك الإسلامية كبديل متاح لتمويل عجز الموازنة العامة في الجزائر في ظل الأوضاه الراهنة، مجلة شعاع للدراسة الاقتصادية، العدد 04/سبتمبر 2018، ص 145-147.



Source :Ministère de finances, sur le site : <http://www.mf.gov.dz>, consulté le :(01/06/2018)

يتضح من خلال الشكل السابق انخفاض في حجم النفقات العامة منذ سنة 2015 أين كانت تمثل 7656331 مليون دج وصولا الى 6662079 في نوفمبر 2017 ، و هذا بسبب توجه الدولة لسياسة انكماشية تهدف إلى ترشيد الإنفاق.

أما فيما يخص الإيرادات العامة فيلاحظ ارتفاعها من 4552542 مليون دج سنة 2015 الى 5612048 مليون دج في نوفمبر 2017 رغم استمرار أزمة النفط التي نتج عنها انخفاض في الجباية البترولية، و يعود سبب هذا الارتفاع إلى ارتفاع الجباية العادية 2091456 مليون دج سنة 2015 الى 2433607 مليون دج في نوفمبر 2017 وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

#### جدول رقم (12) تطور عناصر الإيرادات العامة في الجزائر للفترة 2012 – نوفمبر 2017

السنوات						البيان
نوفمبر 2017	2016	2015	2014	2013	2012	
1931484	1682550	1722940	1577730	1615900	1519040	جباية بترولية
2433607	2482208	228750	2091456	2031019	1908576	جباية عادية
1246957	846823	540852	258562	248 396	376414	ايرادات عادية اخرى
5612048	5011581	4552542	3927748	3895315	3804030	الايادات العامة

Source :Ministère de finances, sur le site : <http://www.mf.gov.dz>, consulté le :(01/06/2018)

حيث و تعويضاً للنقص في الإيرادات العامة الذي تسببت فيه الجباية البترولية، لجأت الدولة إلى البحث عن مصادر تمويل بديلة لتغطية عجز الموازنة العامة و ذلك من خلال الرفع من الضرائب و الرسوم و غيرها، كالرسم على القيمة المضافة الذي أصبح منذ جانفي 2017 يمثل 19 % بدلا من 17 % المعدل العادي، و 9% بدلا من 7% المعدل المنخفض . كما لم تكتفي الدولة برفع الضرائب و الرسوم فحسب بل تعدته إلى إطلاق تجريبي السندات الحكومية و الصكوك المالية الإسلامية لما لهما من مزايا عديدة في تمويل العجز .

#### 1.4 استشراف صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر<sup>64</sup>

##### 1.1.4 القيمة التي تضيفها صناعة الصكوك الإسلامية للاقتصاد الجزائري:

يمكن للجزائر من خلال تطبيق صناعة الصكوك الإسلامية أن تستفيد من المزايا التي توفرها لها في سبيل دفع عجلة التنمية وذلك لأنها تمكن من:

أ. **إدارة السيولة**: تعتبر الصكوك الإسلامية من بين الأدوات المستخدمة في إطار ما يعرف بالسوق المفتوحة فهي

تمكن من:

❖ تخفيض معدلات التضخم، وتعمل على استقرار أسعار الصرف .

❖ تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد .

❖ زيادة معدلات النمو الاقتصادي والاعتماد على الموارد الحقيقية بدلا من الاستدانة من الجهاز المصرفي .

ب. **تعبئة الموارد**: تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع الموارد اللازمة لتغطية احتياجات الدولة التمويلية

بحيث تفرض نفسها كبديل متاح للدولة ينوب عن مداخيل النفط المتميزة بالتذبذب .

ت. **تمويل عجز الميزانية**: تعد الصكوك من بين الأدوات التي يمكن للدولة أن تلجأ إليها لتمويل عجز ميزانيتها .

ث. **تمويل المشاريع التنموية**: تساهم صكوك الاستثمار في دعم العديد من القطاعات الاقتصادية وذلك عن طريق

توفير موارد حقيقية لتمويل مختلف المشاريع التنموية (مشاريع البنى التحتية، المشاريع الإنتاجية، المشاريع الخدمائية

...الخ).

ج. **تحقيق التنمية الاجتماعية**: و ذلك عن طريق :

<sup>64</sup> أ. محفوظ عبد القادر، د. زيدي بشير، مرجع سابق، ص 80-81.

- ❖ توفير الخدمات الأساسية لأفراد المجتمع، مثل تمويل مشاريع بناء الوحدات الصحية والتعليمية .
- ❖ إن العمل على تنفيذ هذه المشروعات يفضي إلى خلق فرص للعمل، مما يساهم في مكافحة البطالة بين صفوف الشباب.

## 2.4 المتطلبات العامة والمؤسسية لتطبيق الصكوك الإسلامية:

### 1.2.4 المتطلبات العامة:

في الحديث عن تطبيق منتجات الصكوك الإسلامية في أي بيئة استثمارية؛ نحتاج إلى التأكيد على المقومات الأساسية والعامة لنجاح وتطوير المبادرات والأنشطة المالية والاقتصادية، والتي من أهمها:

1. الاستقرار السياسي في البلاد؛ فلن يحارف المستثمر الداخلي أو الخارجي برأسماله في بيئة غير مستقرة سياسيا وأمنيا؛ لأن درجة المخاطر العالية واحتمالات الحسارة ستكون عالية جدا لاسيما الاستثمارات طويلة الأجل ومنها الصكوك الإسلامية والتي تتطلب زمنا طويلا لاسترداد رأس المال والحصول على الأرباح<sup>65</sup>.
2. الإرادة السياسية والتوجه الصادق لصناع القرار إلى ترسيخ تطبيقات ومنتجات المالية الإسلامية ومنها الصكوك في البلاد، والذي يتجلى في التطوير المستمر للآليات المؤسسية والتشريعية المنظمة لتلك الصناعة، والإجراءات والحوافز القانونية والمالية المساعدة على حاجها.
3. مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظام الاقتصادي والسياسي القائم، والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالشركات وسوق الصرف وغيرها من القوانين ذات الصلة بالحياة الاقتصادية<sup>66</sup>.

<sup>65</sup> العبيدي، فاضل محمد، (1433-2012)، البيئة الاستثمارية، عمان: مكتبة المجتمع العربي، ص63.

<sup>66</sup> التميمي، أرشد فؤاد، (2010)، الأسواق المالية، اطار في التنظيم وتقييم الادوات، عمان: دار البازوري، ص26.

#### 2.2.4 المتطلبات المؤسسية:

التعامل بالصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً؛ يستوجب وجود بنية مؤسسية متينة للإشراف والقيام بالعمليات المتعلقة بذلك؛ وهذا ما يجعل من تطوير المؤسسات القائمة في بلادنا، والعمل على إيجاد وتأسيس تلك المؤسسات الناقصة، من الخطوات الأولى في طريق بناء سوق الصكوك في بلادنا؛ وهذا ما سنشير إليه في النقاط التالية:

##### أ. تطوير بورصة الجزائر:

وجود بورصة نشطة للأوراق المالية من المتطلبات الأساسية لقيام سوق الصكوك الإسلامية؛ بوصفها المجال الأساسي للتعامل بالأوراق المالية، والذي يسمح بإصدار تلك الصكوك وتداولها، ومع أوجه القصور الشديدة التي تعاني منها بورصة الجزائر؛ حيث تعد الأضعف على مستوى البورصات العربية؛ سواء من حيث عدد الشركات المدرجة فيها؛ أو من حيث القيمة السوقية لأسهمها، أو من حيث قيمة التداولات فيها<sup>67</sup>، فإنه تأهيل هذه السوق وتطويرها من أجل القيام بالوظائف التي تؤديها الأسواق المالية عبر العالم؛ يستدعي توفير المقومات اللازمة ذلك؛ والتي من أهمها:<sup>68</sup>

- ❖ هيكل مؤسسي منظم؛ تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة، بإشراف هيئة تتصف بالكفاءة والخبرة.
- ❖ تشريعات واضحة لآليات التعامل في السوق؛ تضمن المنافسة ولمنع الاحتكار، وحمي حقوق المتعاملين من الغش والتلاعب.
- ❖ أنظمة كفوءة للإفصاح المالي والمعلوماتي، تضمن دقة وموثوقية المعلومات وتوفر الشفافية عن واقع السوق.
- ❖ نظم اتصال فعالة ومتطورة بين مجموع المتعاملين لضمان عمق السوق وسرعة استجابته في معالجة الخلل المحتمل في العرض والطلب بسرعة.

##### ب. هيئة الرقابة والإشراف على عمليات الصكوك:

وتتمثل في الهيئة المديرة السوق الصكوك الإسلامية في البلاد، وقد تكون جزء من مهام الهيئة المشرفة على سوق المال، وقد تشكل في قسم خاص تابع لها، وتتكون هيئة الرقابة والإشراف من أفراد من ذوي الخبرة والكفاءة في المالية

<sup>67</sup> صندوق النقد العربي، أبوضبي، 2016، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية (الربع الثالث)، العدد 86.

<sup>68</sup> التميمي، مرجع سابق، ص 23.

والمالية الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة؛ من أجل القيام بالوظائف والمهام الموكلة إليها في عمليات الصكوك الإسلامية، والتي من أهمها:<sup>69</sup>

1. رسم السياسة العامة لإصدار صكوك التمويل الإسلامي وتقييم إصداراتها ومتابعتها.
2. الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بالصكوك والأدوات المالية الإسلامية.
3. إعداد الأنظمة والتعليمات اللازمة لعمليات الصكوك الإسلامية.
4. إعداد المتطلبات الواجب تضمينها في كل نشرة إصدار بحسب خصوصية صيغ صكوك التمويل الإسلامي والنماذج اللازمة لذلك.
5. الموافقة على نشرة الإصدار.
6. الرقابة على عمليات الصكوك والأطراف المشاركة فيها إصدارا وتداولاً واسترداداً.
7. تقديم المعلومات والاستشارات للمتعاملين، وتوفير الحماية لهم، وتعزيز قيم المنافسة العادلة وشفافية السوق.

وبالنسبة لحالة بورصة الجزائر؛ فإن المهام السابقة يمكن إسنادها إلى سلطة ضبط السوق المالي؛ أي: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، المنصوص عليها بالمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وذلك بعد تطوير وتفعيل إطارها القانوني ليتناسب مع عمليات الصكوك؛ وتدعيمها بالإمكانات المادية؛ والكفاءات البشرية اللازمة.

### ت. هيئة الرقابة الشرعية المركزية:

الرقابة الشرعية من أهم ما يميز المالية الإسلامية ومؤسساتها؛ ويقصد بالرقابة الشرعية: فحص مدى التزام المؤسسة (المالية) بالشريعة في جميع أنشطتها، ويشمل الفحص العقود، والاتفاقيات، والسياسات، والمنتجات، والمعاملات، وعقود التأسيس، والنظم الأساسية، والقوائم المالية، والتقارير وخاصة تقارير المراجعة الداخلية وتقارير عمليات التفتيش التي يقوم بها البنك المركزي والتعاميم.<sup>70</sup>

<sup>69</sup> قانون صكوك التمويل الإسلامي (الأردن)، قانون رقم 30 لسنة 2012، المادة 03.

<sup>70</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، معيار الضبط للمؤسسات المالية الإسلامية رقم 02 الرقابة الشرعية، ص 14.

وهيئة الرقابة الشرعية هي: جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات... ويعهد لها توجيه نشاط المؤسسة (المالية الإسلامية)، ومراقبتها والإشراف عليها؛ للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛ وتكون فتاواها وقراراتها ملزمة للمؤسسة، وهذه الهيئة مكون أساسي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية؛ وفي أي إصدار من إصدارات الصكوك الإسلامية، فوجودها يعد مصدر اطمئنان للالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية؛ واختلاف معاملاتها عن المعاملات التقليدية.

ولا شك أن وجود هذه الهيئة المركزية ضرورة لنجاح سوق الصكوك في البلاد وتطويرها؛ فبالإضافة إلى اكتساب ثقة المتعاملين في شرعية المنتجات؛ فإنها تحقق جملة من المسائل الإشرافية والرقابية من خلال إبداء الرأي الشرعي في شأن الصكوك المراد إصدارها واعتماد هيكلها وعقودها ونشراتها إصدارها، والتحقق من إصدار وتداول واسترداد الصكوك، ومن استخدام حصيلة الصكوك فيما صدرت من أجله؛ وتوزيع عوائدها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك الإشراف والرقابة على عمل هيئات الرقابة الشرعية الداخلية، إضافة إلى مساهمتها في تطوير الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية؛ ووضع واعتماد المعايير الشرعية والمحاسبية ذات الصلة بتلك المنتجات؛ مع المشاركة في تدريب وتأهيل العاملين في مجالات الرقابة والتدقيق في المؤسسات المالية الإسلامية.

### ث. إصلاح وتطوير الجهاز المصرفي الوطني:

إن تأسيس سوق مالية متطورة للتعامل بالمنتجات المالية الحديثة، والتي من بينها الصكوك الإسلامية، يقتضي وجود قطاع من المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية والتقليدية المتطورة، وهذا استناداً إلى ما أظهرته تجارب عدد من الدول المتقدمة والدول النامية؛ من أن القطاع المصرفي الكفء هو الذي يقوم بتعبئة وتوسيع نطاق أدوات الادخار المتوفرة وخفض كلفة التمويل وتطوير إدارة المخاطر، وما يؤدي ذلك إلى حشد الموارد المالية الداخلية والخارجية وتحويلها إلى استثمارات منتجة فعالة تسهم في تطوير الاقتصاد الوطني.<sup>71</sup>

وعلى مستوى سوق الصكوك الإسلامية؛ فإن تدخل المؤسسات المصرفية التجارية والمتخصصة ضروري للقيام بالعديد من المهام المتعلقة بعمليات الصكوك؛ والتي منها: التعهد بتغطية الإصدار والتعهد بالدفع والوكالة بالإصدار وتسويق الإصدارات وإدارة الأصول والاستثمار؛ وغيرها من الوظائف التي تسند -غالباً- إلى مصارف استثمارية، وهذا

<sup>71</sup> صندوق النقد العربي، أبوضبي، 2008، التقرير العربي الاقتصادي الموحد، ص173.

إضافة إلى مساهمة المصارف الإسلامية خاصة في تسويق الإصدارات الجديدة؛ لصالحها أو لصالح زبائنهم من الأفراد أو الصناديق الاستثمارية، على اعتبار أن الاستثمار في الصكوك من المنافذ القليلة المتاحة لهم لتوظيف مواردهم.

### خلاصة الفصل

تعتبر الصكوك الإسلامية أهم منتج للمصرفية المالية الإسلامية فهو المنتج الذي حقق حضورا غير مسبوق للمصرفية الإسلامية في أسواق المال الدولية، حيث بلغت إجمالي إصداراتها على المستوى العالمي سنة 2014 حوالي 116 مليار دولار، ومن بين التجارب الرائدة في هذا المجال تأتي كل من تجرتي السودان وماليزيا، والتتان جعلتا من الصكوك الإسلامية أداة مهمة لإدارة السيولة و تمويل المشروعات التنموية المختلفة، هذا ناهيك عن استخدامهما لبعض أنواع الصكوك في تمويل العجز في الميزانية، وعلى ضوء ما سبق سوف نتطرق في هذا البحث إلى دراسة واقع صناعة الصكوك الإسلامية ومدى تطورها في الأسواق المالية العالمية مع التركيز على التجريبتين الناجحتين في هذا المجال المتمثلتين في تجرتي السودان وماليزيا ومدى إمكانية الاستفادة منهما في السوق المالية الجزائرية.

# الفصل الرابع

خاتمة عامة

### الخاتمة العامة

من خلال دراستنا حول دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التوازن المالي تبين أن الصكوك الإسلامية تعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي سيكون لها دور كبير وأهمية بالغة في تطوير الأسواق المالية عموماً وفي تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية خصوصاً، حيث تعد الصكوك الإسلامية من أبرز ما ابتكرته الهندسة المالية الإسلامية ونقله نوعية وكيفية في الأدوات المالية الإسلامية و ارتكزت هذه الدراسة أيضاً على الصكوك من الجانب النظري لها كأنواعها وطرق إصدارها و أهم الفروقات بينها و بين نظيرتها التقليدية.

وأيضاً كان لنا دراسة لأنواع مؤشرات التوازن المالي و أهميتها بالنسبة للمؤسسات خاصة الاقتصادية، كما تطرقنا حول الأهمية البالغة للتحليل المالي الذي يعتبر وسيلة مهمة للتقييم و الرقابة على مدى تحقيق الأهداف المسطرة من طرف المؤسسة و تصحيح الانحرافات إن وجدت فهو يساعد أيضاً تحديد نقاط القوة والضعف وتكوين صورة شاملة عن مكانة المؤسسة.

وفي الجانب التطبيقي أشرنا إلى أن إصدارات الصكوك أصبحت بقيمة مضافة أعلى، وأن استخدامها يعتبر أفضل نسبياً من استخدام أدوات الدين التقليدية، وهذا ما تؤكدنا العديد من التجارب الدولية الرائدة في مجال إصدار الصكوك ، ولعل من أهمها تجربة دول الخليج، ودولة السودان ، خاصة فيما يتعلق لتجربة ماليزيا تعتبر التجربة الماليزية رائدة في هذا مجال الصناعة المالية الإسلامية، حيث اكتسبت الصكوك الإسلامية فيها أهمية كبرى من خلال إثبات نجاعتها ونموها بشكل كبير ومتسارع، فكانت من أكثر المنتجات الإسلامية تميزاً لما تتوفر عليه من صيغ تتميز بالعديد من المزايا جعلتها محط إقبال كل من الأفراد الشركات، الحكومات، وهذا ما جعلها تتمتع بأهمية اقتصادية كبيرة على كل مستويات الأجهزة الاقتصادية، وعلى مستوى الاقتصاد ككل، وهذا ما جعلها تحظى باهتمام كبير على المستوى العالمي.

وعلى الرغم من التطلعات الإيجابية للصكوك الإسلامية؛ إلا أن العديد من التحديات لازالت تواجه سوق الصكوك، ومن بينها القصور في درجات الشفافية، و عن مستوى المخاطر السيولة الشرعية الناتجة عن تخفيف مستوى الدعم لاصول، وتلك المتعلقة بتسهيلات السيولة و التعهد بالشراء.

كما نتطرقنا حول الاساليب و الطرق التي يجب ان تتبعها الجزائر لنجاح الصكوك الاسلامية و هذا من اجل تحقيق توازن مالي و نمو اقتصاديا محليا وخارجيا.

### النتائج:

يمكن إجمال أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة فيما يلي:

#### أ. النتائج النظرية:

تعتبر الصكوك أداة تمويلية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في التعاملات المالية والتي جاءت بديلا للتمويل التقليدي الذي يقوم على الربا المحرم.

إن الصكوك الإسلامية ونظرا لخصائصها تلعب دورا كبيرا على مستوى الاقتصاد نظرا بقدرتها على تعبئة المدخرات واستثمار الأموال، وكذا دورها الكبير في تمويل المشاريع الاقتصادية والتنموية، وتعتبر أداة ملائمة لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة، لذلك يتعدد المتعاملون في هذه الصكوك الإسلامية.

كل من رأس مال العامل والاحتياج لرأس مال العامل وكذا الخزينة مؤشرات جيدة لوضعية المؤسسة من حيث التوازن المالي.

التحليل المالي من المواضيع الهامة التي تتناولها الدراسات الاقتصادية كونه يهدف الى المساهمة في اتخاذ العديد من القرارات و تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة. كذلك اعطاء صورة صادقة عن الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة.

#### ب. النتائج التطبيقية:

لقد شهدت السنوات الأخيرة تطورا ملحوظا في معاملات التصكيك الإسلامي، تمخض عنها نمو كبير و متسارع في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا في الدول الاسلامية و الغير اسلامية.

تطور الصكوك على المستوى العالمي مؤشر على مدى فاعليتها و قدرتها على التكيف مع الظروف الزمانية و المكانية.

تحقيق التجربة السودانية نجاحا في العمل المصرفي الإسلامي بشكل عام، وكون النظام المالي السوداني يعمل بالكلية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية جعلها تتبوأ مكانة مهمة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية و تحقيق توازن مالي. كانت ومازالت التجربة الماليزية التجربة الأولى والرائدة والمرجعية في إصدار الصكوك الإسلامية والدليل على ذلك تربعها على عرش إصدار الصكوك الإسلامية بنسبة تفوق % 60 من إجمالي الإصدارات العالمية والمحلية مجتمعة محققا نموا اقتصاديا .

يشكل غياب الإرادة السياسية وغياب الإطار التشريعي وضعف ثقافة الصكوك الإسلامية لدى المستثمرين، عائقا رئيسيا وتحديا كبيرا في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية وخاصة في مجال الخطط التنموية للبلد. النجاح في تطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري يقتضي العمل الجاد لوضع الاطار التنظيمي و القانوني الضروري لذلك بما يوفر اليات واضحة للحكومة الشرعية و الادارية و المالية و حماية مصالح الاطراف المشاركة.

### ت. اختبار الفرضيات:

➤ **الفرضية الاولى:** تمحورت الفرضية حول مساهمة خصائص الصكوك الإسلامية في تلبية احتياجات الدولة في تمويل المشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام. ويتضح مما سبق ونتيجة لزيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتوسعها سيؤدي حتما إلى زيادة تداول الأدوات المالية وتنشيط السوق المالية الإسلامية وتحاولها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعا.

➤ **الفرضية الثانية:** تمحورت الفرضية على ان مؤشرات التوازن المالي له دور في دراسة وضعية المؤسسة لاتخاذ قراراتها المستقبلية. فمن اهداف التحليل و التشخيص المالي دراسة مدى قوة و ضعف المؤسسة و الحلول التي يجب ان تتبعها لتكون في الريادة.

➤ **الفرضية الثالثة:** للصكوك الإسلامية دور كبير في زيادة الناتج المحلي الاجمالي وتقليص عجز الموازنة العامة في السودان و ماليزيا حيث من خلال دراسة تحليلية للتجربتين لاحظنا أن كلا الدولتين ركزا تركيزا كبير حتى يتخطو العجز المالي والأزمات الناتجة عنه و منه تحقيق تنمية اقتصادية لمواكبة العصرنة.

## توصيات الدراسة:

- ❖ ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب وتوظيف الموارد.
- ❖ عدم مجارة الفكر الغربي في ممارسات التوريق بأسلمته وإنما ابتداع أدوات مالية إسلامية جديدة نابعة من الإرث والواقع الإسلامي.
- ❖ السعي لتصنيف الصكوك المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها سعيًا لتقليل المخاطر.
- ❖ الاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط مجتمعات الأعمال بوصفها أدوات مالية تقدم حلولًا مبتكرة لهم في مجال حشد وتوظيف الموارد.
- ❖ ضرورة الاستفادة من التجارب الدولية من أجل تفعيل تجربة الصكوك الإسلامية في الجزائر خاصة وأنها تعاني في الآونة الأخيرة من شح الموارد المالية نتيجة انخفاض أسعار النفط، وما أحوج الجزائر إلى آليات لتمويل مشاريعها التنموية في مرحلة ما بعد النفط.

## آفاق الدراسة:

لقد استوفيت من هذه الدراسة ما حسبته كاف له، ولعل من يأتي بعدنا ممن يؤيده الله بفكر صحيح وتحليل عميق يغوص من مسأله على أكثر مما كتبنا، فليس علينا الاحاطة بكل جوانبه، فالمتأخرون يلحقون المسائل من بعدنا شيئًا فشيئًا إلى أن يعلو بنيانه و يكتمل.

ومن المواضيع التي تستحق الدراسة يمكن اقتراح ما يلي:

- دور الصكوك في تمويل المشاريع ذات الصبغة لاجتماعية.
- كيف تساهم الصكوك الاسلامية في الحد من البطالة.
- دور الصكوك الاسلامية في منح الائتمان لدى البنوك التجارية.

المصادر و المراجع

أولاً: الكتب

1. جمال الدين المرسي، احمد عبد الله الحاح، الادارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الاسكندرية-مصر، الدار الجامعية 2006، ص98.
2. حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في أسواق الأوراق المالية-البورصة، دار الطباعة والنشر الإسلامية، القاهرة، 2001، ص72.
3. حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أدائها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، ط1، دار البازوري، 2011، ص127.
4. عاطف وليد، التمويل والادارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية-مصر، 2008، ص88.
5. العبيدي، فاضل محمد، (1433-2012)، البيئة الاستثمارية، عمان: مكتبة المجتمع العربي، ص63.
6. عدنان تايه نايمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص21-22.
7. محمد شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، الطبعة 02-2005، ص116-117.
8. نواف كنعان، اتخاذ القرارات الادارية، الطبعة 03، مكتبة دار الثقافة، عمان-الأردن، 1996، ص115.
9. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق-سوريا، 2002، ص304.
10. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الادارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص281-290.

ثانيا: مذكرات و أطروحات علمية

1. صقر الدين، سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، جامعة اليرموك، ماجستير 2006-2007، ص38.
2. آثار أحمد، حسن أحمد، دور الصكوك في التنمية الاقتصادية في السودان، رسالة ماجستير في الاقتصاد التطبيقي، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2019، ص117-118.
3. بودهج أمينة، مذكرة ماستر مالية مؤسسة، أثر سلوك الخزينة على التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2016، ص03.
4. جهيدة عواريب، استخدام التحليل المالي الديناميكي لتشخيص التوازن المالي، مذكرة ماستر(غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2013-2014، ص14.
5. د. ساجي فاطمة، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، جامعة ابن خلدون-تيارت، 2016/2017، ص20.
6. د. عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الاطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، الامارات، العدد14-2022، ص21.
7. دردوري لحسن، مطبوعة في مقياس التشخيص المالي، موجهة لطلبة السنة أولى ماستر، تخصص مالية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2014/2015، ص17-18.
8. زهراء بن تركي، 2017، مذكرة مقدمة ضمن ماستر تخصص مالية مؤسسة، جامعة أدرار، الجزائر، الصفحة23.
9. زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، المؤتمر العالمي، قوانين الأوقاف وإدارتها- واقع وتطلعات الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، من20-22 أكتوبر 2009، ص04.
10. سارة جازولي، مساهمة التدفقات النقدية لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر(غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2014-2015، ص06.
11. ساسية جدي، دور الهندسة المالية في صناعة الصكوك المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا والسودان، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015، ص204.
12. طارق الله خان، أحمد حبيب، إدارة المخاطر-تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جده، 2003، ص55.

13. عباس بن الضب، دور التحليل امالي في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة سونالغاز ورقلة، 2006/2009.
14. عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي، دروس وتطبيقات، ديوان المطبوعات الجامعية، 2002.
15. غلمي العالية، التحليل المالي وأدوات التوازن المالي في اطار ميزانية المؤسسة، جامعة الجلفة، العدد الأول 2018، ص168.
16. فضل، عبد الله علي عجبنا، محاضرات في الاقتصاد والتمويل الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز معهد الاقتصاد لاسلامي، السعودية 2015/12/31، ص25.
17. محمد الأمين يحي، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه بعنوان الهندسة المالية الاسلامية ومساهمتها في تحقيق التوازن المالي العام، جامعة طاهري محمد بشار، 2019، ص22-23.
18. محمد سراي، التحليل المالي وترشيد تسيير المؤسسات الصناعية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس-سطيف، 1994/1995، ص35.
19. مريم قمر، لمياء حميد، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة جيجل-الجزائر، ص07-08

1. ابراهيم فريد محرم فريد، أثر خصائص الشركات على العلاقة بين مستويات الافصاح وفقا للتقارير المتكاملة والقيم السوقية، جامعة عين الشمس-مصر، العدد01، مجلد2018، 22، ص625.
2. أحمد محمد محمود مزار، الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي، جريدة الغد، عمان-الأردن.
3. أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في اقامة أول سوق نقدي اسلامي، مجلة المال والصناعة، العدد17، 1999، ص24.
4. أسماء بلعما، تجربة السودان في مجال الابتكار المالي في اطار الصيرفة الاسلامية، المجلد04، العدد2020، 01، ص149.
5. باهي نوال، أ.أ.أمن فريد، الصكوك الاسلامية كبديل متاح لتمويل عجز الموازنة العامة في الجزائر في ضل الأوضاه الراهنة، مجلة شعاع للدراسة الاقتصادية، العدد04/سبتمبر2018، ص145-147.
6. بوعويبة صابر، قروش عيسى، واقع آفاق تطور صناعة الصكوك الاسلامية في العالم، دراسة تحليلية للفترة 2001-2019، مجلة بحوث وتطبيقات مالية الاسلامية، المجلد05، العدد02، ص153.
7. حفوطة الأمير عبد القادر، د.زيدى البشير، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربتي السودان و ماليزيا نموذجا)، مجلة البحث في المالية والمحاسبة، العدد04-2017، ص80.
8. زغيب مليكة، بوشقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة02، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص89.
9. سمود زبيدة، سحنون جمال الدين، دور التحليل المالي في تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات التوازن، مجلة الريادة الاقتصادية للأعمال، العدد03-2020، ص351.
10. سندس حميد موسى، تقييم دور الصكوك الاسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة، مجلة كلية التربية للبنات، مجلد11 العدد 21، جامعة الكوفة - العراق، 2017، ص945-946.
11. شركة السودان لملاذات المالية المحدودة، تقارير سنوية، 2013-2018، بنك السودان المركزي، 2013-2018.

12. عبد الرزاق زيدان، صناعة الصكوك الاسلامية خلال الفترة 2001-2015 الواقع، التحديات والآفاق، مجلة الاقتصاد المالية، جامعة حسين بن بوعلـي-شلف-نالعدد2019،01،ص62.
13. علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات، منتدى الصيرفة الإسلامية، إتحاد مصارف العربية، بيروت لبنان، جويلية2008،ص15.
14. عميروش بوبكر، أهمية تحقيق التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية، مجالات البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، العدد1-2022،ص164.
15. قحف منذر، التعقيب على بحوث الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الاسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جده،1990،ص166.
16. كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، مؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية،2005،ص14.
17. محمد لخضر بوساحة ، زينب فيلاي، محمد عبد الوهاب شاني، واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا وآفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 07 / العدد: 012023،ص51-52.
18. ناصر ددي عدون، تقنيات مراقبة التسيير التحليلي المالي للادارة المالـة، دار المحمدية العامة، الجزائر،1999،ص11-13.
19. نزار نصي، مقالة دور التحليل المالي في تقسيم الوضعية المالية للمؤسسة، الجزء23/24، تونس،2013.
20. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية <المعايير الشرعية > المعيار رقم17، البحرين،2007،ص288.

رابعاً: المراجع باللغة الاجنبية

- I. Khairunnisa Musari, (2013), "Analysis of the Difference between before and after the Issuance of Sovereign Şukūk to the Financial of State and Well-Being of Society in Bahrain, Malaysia and Indonesia", International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol. 1, No.232,pp :39- 40.
- II. Ahliddin Malikov, (2016), "How Does Sovereign Sukuk Impact On The Economic Development Of Developing Countries? An Analysis Of Infrastructure Sector", p :14.
- III. Muhamed Ayub :Securitization sukuk and fund manegment potential to be relized by islamic financial ingtituations,p353,consulé le 20/07/2011.
- IV. Monzer Kahf. « the use of assets Ijara Bands for bridging the budget Gap »,islamic economic studies iric,islamic development Bank,jeddah,vol4,2/05/1997,p82.