



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



قسم: العلوم الاقتصادية

الموضوع: —

## متطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري -دراسة استشرافية-

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إشراف:

أ.د. فوزي عبد الرزاق

إعداد الطالبة:

رميته حبيبة

لجنة المناقشة:

رئيسا	أم البواقي	أستاذ التعليم العالي	عبود زرقين
مشرفا	سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	فوزي عبد الرزاق
عضوا	أم البواقي	أستاذ التعليم العالي	الطيب لحيلح
عضوا	أم البواقي	أستاذ التعليم العالي	مراد كواشي
عضوا	سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	مصطفى بودرامة
عضوا	قالمة	أستاذ محاضر-أ	رفيق شرياق

السنة الجامعية: 1442-1443 هـ / 2021-2022 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## إهداء

إلى مقلة عيني ومهجة فؤادي، إلى من أنارت لي دربي وطريقي، ... إليك أُمي.

إلى من أعطى فلم يمل العطاء وبذل فكان أسمى من السخاء، ... إليك أبي.

إلى صاحبة القلب الطيب والحضن الدافئ والبسمة الحانية، ... إليك جدتي.

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى زوجة أخي.

إلى كل الأهل والأقارب.

أقول لكم جميعاً: شكراً من القلب

على ثقتكم بي.

وعلى صبركم معي.

وعلى مشاركتكم همومي.

وعلى دعواتكم لي طيلة مشواري الدراسي.

جزاكم الله عني كل خير

الباحثة

## شكر وتقدير

الحمد لله حمدا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، الحمد لك يا رب على ما أنعمت به عليّ من توفيق لإتمام هذه الدراسة التي ما كنت لأُنجزها لولا فضلِكَ وكرمك وما مننت به عليّ من صحة وعافية وقدرة على مكابدة الصعاب لسنوات طويلة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى المشرف الأستاذ الدكتور فوزي عبد الرزاق على كل ما قدمه لي لإتمام هذه الدراسة.

وأتقدم بالشكر المسبق لأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم قبول مناقشة هذه الأطروحة وإثراء ما جاء فيها وسد ما فيها من خلل قد يعتريها كما يعتري أي عمل بشري.

والشكر موصول أيضا لكل من أفادني من قريب أو بعيد بكل معلومة صغيرة كانت أو كبيرة لإتمام هذا العمل.

# المقدمة

## تمهيد:

إن تنفيذ أي مشروع مهما كان هدفه ومهما كانت الجهة المستفيدة منه لا بد له من تمويل، حيث يعد هذا الأخير المحرك الأساس لأي مشروع كان. والتمويل إما أن يكون ذاتياً، أو خارجياً وهو الغالب عموماً ويتم الحصول عليه إما من مصادر تقوم على الفائدة؛ من خلال ما يعرف بالتمويل الربوي "التقليدي"، أو من مصادر منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، في ظل ما يعرف بالتمويل الإسلامي.

ونظام التمويل السائد في معظم اقتصاديات العالم هو نظام التمويل الربوي وهو نظام تبنته الدول الغربية الأجنبية وإلى جانبها الدول الإسلامية رغم مخالفته لمبادئ وتعاليم الشريعة الإسلامية. حيث يبني هذا النظام على الفائدة والاحتكار والمضاربات والمقامرات وبيع الديون وغيرها من التعاملات المالية التي تحرمها الشريعة الإسلامية لما ينجر عنها من أضرار خطيرة على الفرد والمجتمع، وهي التعاملات التي تسببت على مر السنين في حدوث أزمات مالية عديدة.

وأخطر الأزمات التي تسببت فيها تعاملات نظام التمويل الربوي هي الأزمة المالية لسنة 2008 التي زعزعت النظام المالي العالمي برمته. والتي أثبتت بما لا يدع من شك هشاشة وعدم استقرار نظام التمويل الربوي. وهو ما أدى إلى ارتفاع الأصوات المطالبة بوضع حد لما يحدث مع إيجاد حلول تمنح الاقتصاد العالمي الاستقرار وتجنبه الاضطرابات والاختلالات التي يعيشها في كل مرة. وفي هذه الأثناء اتجهت الأنظار نحو نظام التمويل الإسلامي، ومرد ذلك راجع لكونه نظاماً قائماً من ناحية على تجنب كافة تعاملات النظام الربوي التي تسببت في هذه الأزمة وسابقتها ومن ناحية أخرى فهو نظام قائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة كما أنه مرتبط بمشاريع حقيقية وذات جدوى اقتصادية واجتماعية على عكس نظام التمويل الربوي الذي يكون الربح فيه طرف والخاسر طرف آخر والذي يقوم على المتاجرة في النقود دون إضافة أي قيمة حقيقية للاقتصاد.

وما لفت الأنظار أكثر لنظام التمويل الإسلامي هو تمكن مؤسساته من الصمود في وجه الاضطرابات التي عصفت بالنظام المالي العالمي حيث كانت هذه المؤسسات رغم حداثة تجربتها هي الأقل تأثراً بالأزمة. وهو ما أدى إلى زيادة الثقة بنظام التمويل الإسلامي وبمختلف أدواته.

وتعد الصكوك الإسلامية؛ أبرز أدوات التمويل الإسلامي التي حظيت باهتمام كبير بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. وتقوم فكرة الصكوك على مبدأ المشاركة في التمويل وفقاً للقاعدة الشرعية: "الغنم بالغرم" أي استحقاق الربح بتحمل الخسارة. وقد أثبتت هذه الأدوات التمويلية قدرتها على جذب المدخرات المالية خاصة منها طويلة الأجل؛ وهو ما شجع حكومات الكثير من الدول على استخدامها في تمويل مشاريع البنية التحتية التي تحتاج إلى موارد مالية ضخمة، إلى جانب استعمالها في سد العجز في موازنتها العامة حيث رأت فيها أدوات مناسبة لذلك، فأصدرت صكوكاً إسلامية سيادية بدل السندات السيادية التي أثقلت كاهلها بالديون. أما المؤسسات؛ فقد ساعدتها الصكوك الإسلامية

على تعبئة الموارد المالية، سواء المتوسطة منها أو الطويلة الأجل، اللازمة لتمويل عمليات توسيع نشاطاتها والتي يصعب الحصول عليها من خلال التمويل الربوي.

وعند الحديث عن الصكوك الإسلامية فإنه لا بد من الإشارة إلى أن استعمالها لا يعتبر حكرا على الدول الإسلامية فحسب بل إن النجاحات التي حققتها شجعت كثيرا من الدول غير الإسلامية على العمل بها إلى جانب أدوات التمويل التقليدي. وهو ما جعل صناعة الصكوك الإسلامية تحقق ازدهارا واسعا خلال السنوات القليلة التي أعقبت الأزمة المالية العالمية لتأتي الأزمة النفطية لسنة 2014 لتعزز ذلك الازدهار إثر توجه عديد الدول والمؤسسات نحو سوق الصكوك لتعبئة المدخرات اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية ومواجهة مشكلة شح الموارد المالية التي فرضها الانهيار الكبير في أسعار النفط في الأسواق العالمية.

وأمام الاهتمام الواسع الذي عرفته الصكوك الإسلامية في العالم، لا تزال الجزائر وهي الدولة التي تصنف ضمن أقوى الاقتصادات في إفريقيا وأكبر دولة في العالم العربي وفي إفريقيا من حيث المساحة؛ بعيدة كل البعد عما يحدث في الساحة حيث لم تصدر لحد الآن أي نوع من أنواع الصكوك الإسلامية، رغم أنه كان يفترض أن يؤهلها موقعها الجيوسياسي ومكانتها بين الدول لأن تكون أكبر مركز لصناعة الصكوك في المنطقة.

ولكي تخوض الجزائر غمار تجربة العمل بالصكوك الإسلامية وتستفيد من كافة مزاياها وعلى رأس تلك المزايا قدرة هذه الأدوات المالية العالية على جذب رؤوس الأموال؛ بإمكانها الرجوع لتجارب الدول الرائدة في مجال العمل بالصكوك الإسلامية وعلى رأسها ماليزيا والسعودية لتقوم بدراسة هذه التجارب وتستخلص على إثر ذلك كافة الدروس التي تساعدها في تحديد المتطلبات والإجراءات الواجب اتخاذها لتطبيق ودمج الصكوك في الاقتصاد الجزائري.

### أولا: إشكالية الدراسة

من خلال ما سبق ذكره في تمهيد هذه الدراسة يمكننا طرح التساؤل الرئيس التالي:

#### ما هي متطلبات إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري؟

ويتفرع عن هذا التساؤل، مجموعة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هو واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري؟ وما حاجة هذا الأخير للصكوك الإسلامية؟
- ما الذي استفادته كل من ماليزيا والسعودية من تعاملها بالصكوك الإسلامية؟
- ما هي دعائم نجاح الصكوك الإسلامية المستفاد من التجربتين الماليزية والسعودية؟
- ما هي أهم عقبات تطبيق ودمج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري؟
- ما هي سبل إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري وتحقيق الاستفادة المطلوبة منها؟

## ثانيا: فرضيات الدراسة

- قصد الإجابة على التساؤلات السابقة، قمنا بوضع الفرضيات التالية التي ستكون منطلقاً لدراستنا:
- يعاني الاقتصاد الجزائري من شح في الموارد المالية الضرورية لتمويل المشاريع الاستثمارية في البلاد، لذلك فهو في حاجة للبحث عن مصادر تمويلية جديدة ترفع القدرات التمويلية للخبزينة العمومية وللنظام المصرفي وللسوق المالي، ومن تلك المصادر الصكوك الإسلامية.
  - تكمن استفادة ماليزيا والسعودية من تطبيق الصكوك الإسلامية في تعزيز قدراتها على تمويل نفقاتها الاستثمارية وعجزاتها الموازية من ناحية، وفي مساعدة الشركات على توفير احتياجاتها التمويلية.
  - توفير سوق مالي نشط، ومؤسسات مالية ومصرفية إسلامية متنوعة، وبيئة تشريعية مناسبة للعمل بالصكوك الإسلامية وقبل ذلك؛ توافر إرادة سياسية صادقة لتبني الصكوك الإسلامية تمثل أهم دعائم نجاح الصكوك الإسلامية المستفاد من التجربتين الماليزية والسعودية.
  - غياب البيئة القانونية المناسبة للعمل بالصكوك الإسلامية، وقبل ذلك غياب الإرادة السياسية لإدماج هذه الأدوات المالية تعد أهم العوائق التي تحول دون تطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري.
  - لضمان نجاح إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري وتحقيق الاستفادة المنشودة منها - يستدعي ذلك توفير مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة، وسوق مالي نشط، وبيئة قانونية مناسبة.

## ثالثا: أهمية الدراسة

إن ما حققته الصكوك الإسلامية من انتشار واسع ليس فقط على مستوى الدول الإسلامية بل وأيضاً على مستوى الدول غير الإسلامية، وما أثبتته هذه الأدوات المالية من قدرة عالية على جذب المدخرات المالية طويلة الأجل وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية حقيقية؛ يجعل من الأهمية بمكان دراسة حاجة الجزائر لمثل هذه الأدوات المالية، وسبل إصدارها والاستفادة منها على ضوء تجارب الدول الرائدة في التعامل بهذه المنتجات المالية، بعد الوقوف على الأسباب التي جعلت دولة بحجمها ومكانتها تتخلف عن ركب الدول المستفيدة من الصكوك الإسلامية.

## رابعا: أهداف الدراسة:

- نسعى من وراء هذه الدراسة لتحقيق الأهداف التالية:
- إلقاء الضوء على واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري وإبراز حاجة هذا الأخير للصكوك الإسلامية.
  - دراسة التجارب الرائدة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية وعلى ضوءها يتم استخلاص الدعائم الواجب توفرها لضمان نجاح سوق الصكوك في الجزائر.

- محاولة تصور الأدوار المرتقب أن تؤديها الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري على ضوء احتياجات الاقتصاد الجزائري وبناء على التجارب السابقة للعمل بالصكوك.
- التعرف على العقبات التي تعيق إصدار ومن ثم تطبيق ودمج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري، ومحاولة تقديم مقترحات لسبل رفع تلك العقبات.
- وضع تصور لبيئة متكاملة لصناعة الصكوك الإسلامية يسترشد بها المسؤولون الجزائريون في حال اتخاذهم لقرار دمج الصكوك الإسلامية في النظام المالي للبلاد.

### خامسا: أسباب اختيار موضوع الدراسة

يرجع اختيار هذا الموضوع لأسباب ذاتية وأخرى موضوعية نذكرها فيما يلي:

#### 1- الأسباب الذاتية:

وهي الميل الشخصي نحو دراسة كل ما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية والرغبة في إثراء الرصيد المكتسب بالبحوث المتعلقة بها، ويقيني بأنه لن يصلح حال الأمة إلا باتباع تعاليم الشريعة الإسلامية في كافة مجالات الحياة وعلى رأس تلك المجالات مجال المعاملات المالية نظرا لكون المال هو عصب الحياة وشريانها.

#### 2- الأسباب الموضوعية:

إن النجاحات التي حققتها تجارب العمل بالصكوك الإسلامية، ومسارعة مختلف الدول، الإسلامية منها وغير الإسلامية، لاتخاذ إجراءات تمكنها من طرح هذه الأدوات المالية، تعد من أهم الأسباب التي جعلتني أختار البحث في هذا الموضوع، رغبة مني في أن تكون للجزائر خطوات نحو استخدام هذا المنتج الإسلامي، حتى تتمكن من الولوج في هذا المضمار وتستفيد من مختلف مزايا هذه الأدوات المالية.

### سادسا: الدراسات والبحوث السابقة

في حدود اطلاع الباحثة، فإن أبرز الدراسات والبحوث السابقة التي لها ارتباط بموضوع الدراسة تشمل الآتي:

#### 1- باللغة العربية:

❖ دراسة عبد الملك منصور؛ تحت عنوان: "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي 2009.

استهدفت هذه الدراسة؛ تحليل دور الصكوك الإسلامية في تنمية المدخرات وتوجيه الاستثمارات القومية، وتوفير الموارد لتغطية الاحتياجات الرسمية. وقد خلصت الدراسة إلى الآتي:

- أصبح هناك في الآونة الأخيرة توجه مضطرد للحكومات الإسلامية وغير الإسلامية نحو الصكوك الإسلامية كأداة لتوفير موارد مالية تغطي الاحتياجات الرسمية للحكومات.

- توجد مؤشرات قوية تعكس وجود مبول توسعية في الإصدارات الإسلامية مع تسجيل ارتفاع ملحوظ في حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية.

- يعتبر الإطار التشريعي عاملا حيويا للتوسع في سوق الصكوك الإسلامية نظرا لما يوفره من حماية وضبط للمعاملات وإرساء للأعراف واستقرار لها يتيح جذب مستثمرين جدد إلى السوق.

- تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ضوابط فنية واستكمال الإطار التشريعي والمؤسسات المكملة لسوق الإصدار والتداول للصكوك، وذلك في إطار الاتساق مع أحكام الشريعة وقواعدها وعقودها.

- لوحظ غياب الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية غيابا كاملا في بعض الدول الإسلامية، كما لوحظ عدم استكمالها في بعض الدول الإسلامية الأخرى.

والملاحظ على هذه الدراسة أنها اهتمت بدراسة الجزئية المتعلقة بالإطار التشريعي اللازم لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في توفير الاحتياجات الرسمية بينما دراستنا اهتمت إلى جانب الإطار التشريعي بأطر أخرى لازمة لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية وكانت مخصصة لحالة الجزائر بينما هذه الدراسة وضعت اقتراحات عامة ليست موجهة لدولة بعينها.

❖ دراسة زياد جلال الدماغ؛ بعنوان: "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، -2012.

هدف الباحث من هذه الدراسة إلى الوقوف على أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية أو التطور الاقتصادي المطلوب، من خلال الاستثمار المباشر في مؤسسات القطاع العام والقطاع الخاص، والوقف الإسلامي. وقد اختار مناقشة وتحليل التجربة الماليزية كنموذج تطبيقي للصكوك الإسلامية. ومن النتائج التي توصل إليه الباحث من هذه الدراسة؛ ما يلي:

- هناك حاجة ماسة إلى مراجعة هياكل الصكوك بكافة أنواعها، لتصبح أكثر انسجاما مع مقاصد الشرع.

- تعد صناعة الصكوك حديثة العهد، لذلك يوجد غياب للإطار القانوني للصكوك غيابا كاملا أو عدم استكمالها في بعض الدول الإسلامية، فضلا عن محدودية الأسواق المالية، وافتقارها إلى مؤسسات البنية التحتية المساندة لها، إضافة إلى قلة الموارد البشرية المؤهلة للعمل فيها.

- صلاحية استخدام الصكوك كأداة من أدوات السياسة النقدية في إدارة السيولة النقدية بدلا من الاعتماد على أدوات الدين العام.

ولضمان الاستفادة من الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية المرجوة قدم الباحث جملة من التوصيات على مستوى الصكوك كضرورة توحيد الفتاوى والالتزام بالمعايير الشرعية المتعلقة بالصكوك وضرورة سن التشريعات القانونية التي تنظم إصدار وتداول وإطفاء الصكوك. إلى جانب توصيات على مستوى البنوك الإسلامية كحث البنوك على استحداث أوعية ادخارية طويلة الأجل من خلال الصكوك حتى تتمكن من تمويل مشاريع استثمارية طويلة الأجل. وأخيرا قدم الباحث توصيات على مستوى الاقتصاد كضرورة العمل على تصويب تطبيقات الصكوك من خلال البنوك الإسلامية نحو الاستثمار المباشر في القطاعات الاقتصادية التالية: شركات المساهمة، النفط والغاز، الموازنة العامة، والمشاريع الصغيرة والمتوسطة والوقف.

تعد هذه الدراسة من أهم الدراسات السابقة التي تمت الاستفادة منها سواء عند وضع الجانب المفاهيمي للصكوك الإسلامية أو عند تحديد استخدامات هذه المنتجات التي يمكن التركيز عليها والاهتمام ببحث كيفية تطبيقها في الجزائر غير أن هذه الدراسة تبقى دراسة نظرية وحتى عند التعرض للتجربة الماليزية كان ذلك بإيجاز كبير.

❖ دراسة سليمان ناصر وربيعة بن زيد تحت عنوان: "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر"، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف1، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، يومي 5-6 ماي 2014.

سعت هذه الدراسة لتسليط الضوء على إمكانية جعل الصكوك أداة لتمويل التنمية الاقتصادية، وعلى كيفية استفادة الجزائر من هذه الأدوات التمويلية، كما هدفت الدراسة للوقوف على أهم التحديات والعوائق التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر، مع البحث عن سبل حلها. وخلصت الدراسة إلى أن:

- هناك أنواع عملية عديدة من الصكوك يمكن استخدامها في تمويل المشاريع التنموية، ويمكن للجزائر أن تستفيد منها، خاصة في مرحلة ما بعد الاعتماد على النفط.

- هناك عوائق قانونية وتنظيمية وجبائية تحول دون نشر صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر، وتمثل تحديا كبيرا أمام إصدارها وتداولها وبالتالي الاستفادة منها كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، وقد قدم البحث حولا لهذه العوائق يمكن اعتبارها كتوصيات له.

وما يلاحظ على هذه الدراسة أنها تناولت إمكانية استفادة الجزائر من الصكوك في تمويل التنمية بناء على خصائص الصكوك أما دراستنا فقد بينت ذلك بناء على خصائص الصكوك وعلى تحليل واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري وأيضا على ما استفادته الدول الرائدة في هذا المجال. كما أن هذه الدراسة اقتصر عند تبيانها لمعوقات ومتطلبات تطبيق الصكوك في الاقتصاد الجزائري على المعوقات والمتطلبات القانونية في جزء منها فقط وليس كل المعوقات القانونية أما دراستنا فقد كانت أشمل وتناولت المعوقات في مجالات شتى اقتصادية، ثقافية، مؤسسية....

وقد تمت الاستفادة من هذه الدراسة خصوصا في الجانب المتعلق بالمعوقات والمتطلبات القانونية لتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري.

❖ دراسة الأمير عبد القادر حفوظة والبشير زيدي تحت عنوان: "استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية تجربي السودان وماليزيا نموذجا" مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، العدد 2، 2017.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على واقع صناعة الصكوك الإسلامية في العالم وحجم التطور الذي وصلت إليه، من خلال دراسة تجربي كل من السودان وماليزيا، ومن ثم دراسة إمكانية تطبيق فكرة صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر كأحد الحلول لتمويل العجز الموازي في ظل تراجع أسعار النفط.

وقد توصلت الدراسة إلى أن التجربة الماليزية كانت ولا تزال الأولى والرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية. وأن التجربة السودانية استطاعت أن تحقق نجاحا في العمل المصرفي الإسلامي بشكل عام، ونظامها المالي الذي يعمل بالكلية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية قد جعلها تتبوأ مكانة مهمة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية. كما توصلت الدراسة إلى أن غياب الإرادة السياسية وغياب الإطار التشريعي وضعف ثقافة الصكوك الإسلامية لدى المستثمرين، يشكل عائقا رئيسيا وتحديا كبيرا في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية وخاصة في مجال الخطط التنموية للبلدان.

ما يلاحظ على هذه الدراسة أنها كانت موجزة في عرضها لتجارب العمل بالصكوك الإسلامية كما أنها لم تتطرق لواقع التمويل في الاقتصاد الجزائري وركزت فقط على إمكانية تمويل العجز الموازي من خلال الصكوك الإسلامية بينما دراستنا كانت أشمل.

❖ دراسة عبد الرزاق معاوية بعنوان: "أدوات التمويل الإسلامي وإمكانية إدماجها في القطاع المصرفي الجزائري"، أطروحة دكتوراه مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة-، 2017-2018.

هدفت الدراسة إلى الوقوف على واقع القطاع المصرفي الجزائري ومعرفة مدى قيامه بدوره المنوط به في تعبئة الموارد والمساهمة في عمليات التمويل. مع إبراز حقيقة وجود عقبات تحول دون تبني الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية في القطاع المصرفي الجزائري ومحاولة اقتراح الحلول العملية لتجاوز هذه العقبات إن وجدت. كما هدفت الدراسة لتحديد ما إذا كان هناك أثر ذو دلالة إحصائية لمجموعة من المتغيرات المستقلة على إمكانية إدماج أدوات التمويل الإسلامي في القطاع المصرفي الجزائري كمتغير تابع.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود جملة من التحديات الداخلية التي تمثل أهم أوجه القصور والضعف التي تميز البنوك الجزائرية وتتمثل هذه التحديات في غياب شبه كلي للعمل المصرفي الإسلامي والتشريعات الضامنة له. مع محدودية الخدمات المصرفية المقدمة. أما التحدي الأبرز وهو موضوع الدراسة وهو المتعلق بالعقبات التي تحول دون تبني وإقحام وإحلال التمويل الإسلامي والعمل المصرفي الإسلامي في القطاع المصرفي الجزائري التي منها السياسي ومنها العقائدي ومنها الاقتصادي التي ترتبط بمستوى التقدم الاقتصادي ومدى حداثة الجهاز المالي والمصرفي الإسلامي، بالإضافة إلى ما له صلة أساسا بالموارد البشرية المسيرة لعملية التحول نحو أدوات التمويل الإسلامي.

كما بينت الدراسة في جانبها التطبيقي وجود أثر ذو دلالة إحصائية لجملة من العوامل والمتغيرات على إمكانية إدماج أدوات التمويل الإسلامي في القطاع المصرفي الجزائري وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- مدى وضوح الحكم الشرعي المتعلق بأعمال المصارف التقليدية.
- مدى وجود الرغبة في الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.
- مدى توقع تحقيق أرباح إضافية بعد التوجه للعمل المصرفي الإسلامي.
- مدى توفر سوق مالي إسلامي.
- مدى توفر الموارد البشرية المؤهلة.
- مدى توفر التشريعات الخاصة بالتمويل والعمل المصرفي الإسلامي.
- مدى نجاح تجربة التمويل والمصارف الإسلامية محليا ودوليا.

إثر النتائج المتوصل إليها؛ وكحلول للتحديات التي تواجه تطبيق بدائل مالية إسلامية في الجزائر؛ اقترحت الدراسة الآتي:

- ضرورة الاهتمام بالعنصر البشري من خلال التأهيل والتدريب المستمر على ممارسة المعاملات المالية والمصرفية الإسلامية.

- التعاون مع وسائل الإعلام لتوجيه عمليات نشر المعرفة والتوعية الاستثمارية الإسلامية إلى كافة المستثمرين المحتملين وأعضاء أجهزة التشريع والمراقبة ومديري وموظفي وعاملي البنوك.

- دعم مبادئ الحوكمة -الحكم الرشيد - في البنوك الجزائرية من أجل إرساء قواعد الإشراف المصرفي السليم وتفادي تكرار وقوع الفضائح المصرفية المسجلة في الآونة الأخيرة.

- تدعيم وتفعيل سوق الأوراق المالية بما يسمح بتعدد وتنوع المنتجات المالية وفسح المجال أكثر للشركات لطرح أدوات الملكية والصكوك الإسلامية وعدم الاقتصار على أدوات الدين فقط خاصة تلك القائمة على أسعار الفائدة الدورية الثابتة لتنويع مصادر التمويل بالنسبة للأعوان الاقتصاديين.

ما يلاحظ على هذه الدراسة أنها اهتمت بالقطاع المصرفي الجزائري وسبل استفادته من الصكوك الإسلامية ومتطلبات إدماج هذه الأدوات المالية فيه بينما دراستنا كانت أشمل حيث اهتمت إلى جانب القطاع المصرفي بالخبزينة العمومية والسوق المالي كما تعرضت لتجارب العمل بالصكوك الإسلامية لدول رائدة في هذا المجال وهذا ما لم تتعرض له هذه الدراسة.

❖ دراسة براق محمد، فيجل عبد الحميد بعنوان: "المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية حالة سوق الأسهم السعودية وإمكانية استفادة بورصة الجزائر منها"، مجلة المعيار، المجلد: 22، العدد: 44، 2018.

سعت هذه الدراسة لتسليط الضوء على مختلف المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية وتطويرها، من خلال التعرف على جانبها النظري، ومحاولة إسقاطها على تجربة سوق الأسهم السعودية، واستخراج بعض جوانب الاستفادة منها لبورصة الجزائر.

وقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن السعودية قد تمكنت من وضع إطار تشريعي وتنظيمي مميز، لكنه لا يراعي خصوصية الصناعة المالية الإسلامية، كما لا يمنع المعاملات المالية الإسلامية، وهو الجانب الذي أدى بالسعودية إلى التميز عمليا. وإلى جانب ذلك فقد توصلت الدراسة إلى أنه من الضروري لقيام سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر؛ توفير إطار تشريعي وتنظيمي متوافق مع الشريعة الإسلامية. وأن المتطلبات التشريعية والتنظيمية اللازمة لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية تتعدد؛ فمنها ما يتعلق بالشركات، ومنها ما يتعلق بالسوق في حد ذاتها، ومنها ما يتعلق بهيئة السوق.

والملاحظ على هذه الدراسة أنها اهتمت بمتطلبات تحويل بورصة الجزائر إلى العمل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية على ضوء التجربة السعودية كما ركزت هذه الدراسة على الشق القانوني فحسب وهذه المتطلبات هي جزء مما

تناولته دراستنا التي استفاضت في نواحي أخرى كما تناولت بالدراسة التجربة الماليزية إلى جانب التجربة السعودية.

باللغة الإنجليزية:

❖ دراسة:

Khalid Sulaiman Al-Saeed: **Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectations**, PhD Dissertation, School of Government and International Affairs, Durham University, Durham- United Kingdom-, 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على كيفية تطور أدوات التمويل الإسلامي وسوق الصكوك في المملكة العربية السعودية. وإلى إثبات أن توافر هياكل صكوك متطورة ومبتكرة بإمكانه أن يزيد من عمق وحجم إصدار الصكوك الإسلامية وأيضاً بإمكانه إنشاء سوق صكوك نشط في المملكة العربية السعودية. كما سعت الدراسة إلى إظهار أن إنشاء بنية أساسية قانونية وتنظيمية واضحة وقابلة للتطبيق من شأنه أن يعزز إصدار الصكوك مع سعي الدراسة لتحديد الطرق التي يمكن من خلالها للمملكة إطلاق العنان لإمكانيات سوق الصكوك.

وقد تمت ترجمة أهداف الدراسة لجملة من التساؤلات نذكر منها ما يلي:

- ما هي الاتجاهات والتوقعات الأخيرة لإصدار صكوك الشركات في المملكة العربية السعودية؟
- ما هي العوائق التي تحول دون إنشاء صكوك الشركات في المملكة العربية السعودية؟
- ما هي الأسباب التي تحول دون أن يكون التمويل المقدم من قبل النظام المصرفي السعودي بديلاً عن الأدوات المالية مثل الصكوك؟
- كيف يمكن أن يؤدي اختيار أكبر هياكل صكوك الشركات إلى زيادة الإصدار؟
- ما هي العوائق التي تحول دون وجود سوق صكوك ثانوي نشط في المملكة العربية السعودية؟
- ما هي سبل تعزيز إصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية من خلال إنشاء بنية تحتية لإطار عمل محلي وموحد، وواضح وعملي من الناحية التنظيمية والمحاسبية، والتدقيقية؟

وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج، منها أن الصكوك كأدوات تمويلية قابلة للتداول تعتبر حلولاً تمويلية طويلة الأجل مفيدة للشركات في المملكة العربية السعودية، حيث أصبحت الصكوك أدوات تمويلية مهمة مكملة لقروض البنوك والاككتابات العامة الأولية (Initial Public Offerings). كما توصلت الدراسة

إلى أن سوق الصكوك بالسعودية بإمكانه أن يصبح على المدى الطويل مصدرًا رئيسيًا لتنويع مصادر تمويل الشركات بالسعودية وأن تطوير سوق ناضج للصكوك يتمتع بالسيولة العالية والانخفاض في المخاطر سيساعد المستثمرين الأفراد والمؤسسات بالسعودية على تخصيص الأصول وتنويع محافظهم الاستثمارية.

كما بينت الدراسة أن تطوير سوق الصكوك بالسعودية تواجهه جملة من التحديات تم تسليط الضوء على أهمها، كما تم وضع اقتراحات لسبل تخطيها. ومن جملة ما تم اقتراحه هو ضرورة تحسين وتحديث الإطار القانوني للصكوك بالمملكة العربية السعودية بشكل كبير لتحسين هياكل الصكوك المدعومة بالأصول. مع ضمان وجود تنفيذ صارم للوائح حوكمة الشركات لتعزيز الشفافية والإفصاح. وضرورة بذل الجهات التنظيمية لسوق الصكوك الجهد الكافي لتنشيط السوق الثانوي للصكوك من جهة ولتثقيف المصدرين والمستثمرين المحتملين حول أهمية الصكوك الإسلامية وكل ما له صلة بهذه المنتجات المالية.

وهذه الدراسة كما هو واضح قد ركزت على بحث سبل تطوير سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية، وقد تم إنجازها في فترة كانت الصكوك الإسلامية في السعودية مهمشة إلى حد كبير، وهو وضع يشبه نسبيًا وضع الصكوك حاليًا في الجزائر أي أن التحديات التي واجهت تطوير سوق الصكوك في السعودية والمتطلبات التي تم اقتراح توفيرها لتحقيق ذلك تشترك في جزء منها مع تحديات ومتطلبات تطبيق الصكوك في الجزائر؛ غير أنه يبقى لكل بلد خصوصيته التي تفرض تحديات ومتطلبات مختلفة عن باقي الدول وهذا وجه الاختلاف الرئيس بين هذه الدراسة ودراسة الباحثة.

### سابعًا: منهج الدراسة

تبعًا لطبيعة البحث، وللأهداف المتوخاة؛ تمت الاستعانة في هذه الدراسة بالمنهج الوصفي التحليلي؛ الذي تم استخدامه لتوضيح كافة المفاهيم المتعلقة بالدراسة، وأيضًا لتشخيص واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري وكذا لرصد ومتابعة تجارب العمل بالصكوك الإسلامية في كل من ماليزيا والسعودية واستخلاص الدعائم العامة لنجاح الصكوك الإسلامية. وإضافة لذلك؛ فقد تم استخدام هذا المنهج في التنبؤ بالأدوار الممكن أن تؤديها الصكوك في الاقتصاد الجزائري، وأيضًا في رصد وتحليل وتشخيص كافة المعوقات التي تقف حجر عثرة في وجه تطبيق الصكوك الإسلامية بالجزائر وسبل رفعها.

### ثامنًا: مصادر البيانات

تم استقاء المعلومات والبيانات المستخدمة في هذه الدراسة، من مصادر عدة تشمل: الكتب والمجلات العلمية والأطروحات الجامعية وأبحاث التظاهرات العلمية من ملتقيات ومؤتمرات وغيرها، إضافة إلى إصدارات الهيئات التنظيمية في كل من الجزائر وماليزيا والسعودية، في شكل نصوص تشريعية وتنظيمية، وتقارير ودراسات تم نشرها في مواقعها

الرسمية. وإلى جانب ذلك تم الاعتماد على الإحصاءات والمنشورات الإلكترونية الصادرة عن الهيئات المهتمة بالصناعة المالية الإسلامية على المستوى العالمي.

### تاسعا: حدود الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة، تم حصر البحث ضمن الحدود المكانية والزمانية التالية:

**الحدود المكانية:** وتشمل الدول التالية: الجزائر باعتبارها الدولة التي تفتقد للصكوك كأدوات مالية واستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وماليزيا والسعودية باعتبارهما دولتين لهما تجربة رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية، وهما الدولتين اللتان كانتا بمثابة المرشد والدليل لنا في هذه الدراسة لتحديد متطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري.

**الحدود الزمانية:** إن الدراسة بصفة عامة هي دراسة استشرافية تبحث عن سبل ومتطلبات إصدار ومن ثم دمج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري مستقبلا. والاستشراف عموما يتطلب دراسة الماضي والحاضر من أجل التنبؤ بما يمكن أن تكون عليه الصورة في المستقبل؛ ولأجل ذلك فقد تم الاعتماد بداية على الفترة ما بين 2001 و2016 عند تشخيص واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري وهي فترة كافية لإعطائنا صورة عما ميز الاقتصاد الجزائري قبل وبعد الأزمة النفطية لسنة 2014. ونظرا لكون الدراسة تتطلب تسليط الضوء على التجربتين الماليزية والسعودية في مجال العمل بالصكوك الإسلامية؛ فقد تطلب منا ذلك الرجوع بالزمن لما قبل 2001 وبالتحديد ل بدايات العمل المالي الإسلامي بالدولتين للوقوف على كافة الإجراءات التي اتخذتها لتطوير صناعة التمويل الإسلامي بصفة عامة وصناعة الصكوك بصفة خاصة حتى تستفيد الجزائر من تلك الإجراءات مستقبلا. ومقابل ذلك؛ فإن التطورات على مستوى الصناعة المالية الإسلامية بالجزائر وعلى مستوى صناعة الصكوك في كل من ماليزيا والسعودية التي شهدتها الفترة ما بعد 2016 وحتى 2019؛ قد تطلبت منا أيضا تعقبها وذلك حتى تكون نتائج الدراسة مواكبة لما يحدث من تطورات على مستوى الساحة المالية الإسلامية للبلدان الثلاثة.

### عاشرا: هيكل الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، واختبار صحة الفرضيات، والتوصل إلى الأهداف المسطرة؛ تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول، تسبقها مقدمة للإحاطة بالموضوع، وتليها خاتمة تضم النتائج المتوصل إليها وبعض التوصيات.

وقد جاء الفصل الأول المعنون بـ "الصكوك الإسلامية" بمثابة تمهيد لموضوع الدراسة تم التطرق فيه لماهية الصكوك الإسلامية في المبحث الأول، واستخداماتها المختلفة في المبحث الثاني، أما في المبحث الثالث فقد تم التعرض لمختلف أنواع الصكوك، وفي آخر مبحث من هذا الفصل تم تناول مختلف المخاطر المرتبطة بالصكوك الإسلامية.

وبخصوص الفصل الثاني المعنون بـ "واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري"، فقد تم التطرق فيه بالتحليل لواقع التمويل عن طريق الخزينة العمومية في المبحث الأول، وواقع التمويل عن طريق النظام البنكي في المبحث الثاني، وأخيرا واقع التمويل عن طريق سوق رأس المال في المبحث الثالث.

وفي ثالث فصل من هذه الدراسة والذي عنون بـ "تجارب الصكوك الإسلامية"، فقد تم التعرض فيه بالدراسة للتجربتين الماليزية والسعودية وذلك في مبحثين منفصلين.

وفي الفصل الرابع والأخير الذي عنون بـ "الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري"، فقد تم فيه تناول واقع صناعة التمويل الإسلامي في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فقد تم التطرق لمقترح لأهم الأطراف المشاركة في سوق الصكوك بالجزائر. وفي آخر مبحث تم استعراض البيئة القانونية المقترحة لصناعة الصكوك في الجزائر.

### حادي عشر: صعوبات الدراسة

- اشتغال موضوع الدراسة على العديد من القضايا في مجالات عدة اقتصادية، قانونية، ضريبية...، وكل جانب يحتاج لمادة علمية ولاطلاع واسع وفهم كبير.

- كثرة النصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالتجربة الماليزية في التعامل بالصكوك الإسلامية؛ التي استنزفت من وقتي الكثير للاطلاع عليها ثم لفهم حيثياتها وحصر الأهم منها الذي يمكن أن يخدم بحثي.

الفصل الأول:

الصكوك الإسلامية

### تمهيد:

إنَّ ظهور الصكوك الإسلامية كأحد ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية؛ شكل نقلة نوعية في أدوات التمويل والاستثمار الإسلامي، وبديلاً مهماً للسندات، فتح المجال لتلبية رغبات فئة واسعة من المدخرين (أصحاب الفائض) والمستثمرين (أصحاب العجز). وكان سبباً في زيادة الاهتمام بالتمويل الإسلامي الذي لم يحظ بالقدر اللازم من الاهتمام لفترة طويلة من الزمن.

ولتوضيح فكرة الصكوك الإسلامية نحاول في هذا الفصل فهم أوجه الشبه والاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات، وكذلك آلية العمل بهذه الأدوات التمويلية والاستثمارية. كما نسعى لإبراز أهمية التعامل بالصكوك الإسلامية وآثار هذا التعامل سواء بالنسبة للاقتصاد ككل أو بالنسبة للأسواق المالية. وإلى جانب ذلك فإننا نسعى من خلال هذا الفصل إلى توضيح التنوع الكبير في الصكوك الإسلامية وكذا المخاطر المشتركة التي تتعرض لها.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث هي:

**المبحث الأول:** ماهية الصكوك الإسلامية.

**المبحث الثاني:** استخدامات الصكوك الإسلامية.

**المبحث الثالث:** أنواع الصكوك الإسلامية.

**المبحث الرابع:** مخاطر الصكوك الإسلامية.

## المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية أوراقاً مالية مستحدثة، تتشابه مع الأوراق المالية الأخرى -أسهم وسندات- في جوانب، وتختلف عنها في جوانب أخرى. ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من خلال عملية تعرف بمصطلح: "التصكيك"، وهي عملية يتشارك فيها العديد من الأطراف وتتم بالعديد من المراحل.

وعليه، فقد تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: مقارنة الصكوك الإسلامية بالأسهم والسندات.

المطلب الثالث: أطراف عملية التصكيك.

المطلب الرابع: مراحل عملية التصكيك.

## المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية

تعرف الصكوك الإسلامية كما يلي:

أولاً: لغة

الصكوك جمع صك، وهو سند أو وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو بالمال المستحق للغير<sup>1</sup>.

ثانياً: اصطلاحاً

لقد وردت عدة تعاريف للصكوك الإسلامية نذكر منها:

- تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية\* "AAOIFI"، التي اعتبرت الصكوك الإسلامية على أنها: "شهادات متساوية القيمة تمثل حصص متساوية في ملكية أعيان، أو منافع، أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أحمد مختار عمر بمساعدة فريق عمل: معجم اللغة العربية المعاصرة، المجلد الثاني، 2008، ص: 1310.

\* هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: هي هيئة دولية تُعنى بإصدار معايير تخص المؤسسات المالية الإسلامية في مجالات المحاسبة، والتدقيق، والحوكمة، والأخلاق، والشريعة. وقد بلغ مجموع المعايير الصادرة عنها 98 معياراً بنهاية جوان 2017 وهي موزعة كما يلي: 57 معياراً شرعياً، و26 معياراً محاسبياً، و7 معايير حوكمة، و5 معايير مراجعة، ومعايير أخلاقيين. (أنظر: Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Ankara –Turkey-, February 2018, p: 22.)

## الفصل الأول - الصكوك الإسلامية

من خلال هذا التعريف يمكن استخلاص النتائج التالية:

- الصكوك الإسلامية هي شهادات متساوية القيمة.
  - حامل الصك يعتبر مالكا لأعيان (أصول) أو منافع (فوائد استعمال الأعيان) أو خدمات أو خليطا من الأعيان والمنافع والنقود والديون، وبالتالي فالصكوك الإسلامية تختلف عن السندات التي كما هو معلوم فإن حاملها يعتبر دائما للجهة المصدرة لها، وليس له الحق في تملك الموجودات التي تم تمويلها من حصيلة الاكتتاب فيها.
  - أن المكتتب في الصكوك لا يعتبر مالكا لصك إسلامي إلا بعد فقل باب الاكتتاب في الصكوك، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، حيث قبل هذه المرحلة لا تمثل الصكوك إلا نقودا وبالتالي حاملها لا يتداولها إلا بمراعاة أحكام الصرف.
  - كما تم تعريف الصكوك الإسلامية على أنها: "أوراق مالية محدّدة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، تحوّل مالكةا منافع، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته"<sup>1</sup>.
- يتضح لنا من خلال هذا التعريف أن:

- الصكوك الإسلامية محددة المدة وبذلك فهي تختلف عن الأسهم التي تعد أوراقا مالية غير محددة المدة.
- الصكوك الإسلامية مبنية على أساس القاعدة الشرعية المعروفة بـ "قاعدة الغنم بالغرم"، وبالتالي فالصكوك الإسلامية تختلف عن السندات فهي لا تمثل دينا مضمونا لحاملها وإنما يستحق حاملها أرباح المشروع الذي تمثله وفي نفس الوقت يتحمل كافة الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها وذلك في حدود مساهمته.
- وما يلاحظ على التعريفين السابقين، أنهما بالرغم من التفرقة التي أوضحها بين الصكوك الإسلامية والسندات التي تعتبر محرمة شرعا، إلا أن ذلك غير كاف لجعل هذه الأوراق المالية توصف بأنها إسلامية، حيث لا بد وأن تنضبط بأحكام الشريعة الإسلامية في كل مرحلة من مراحلها كما لا بد وأن تمويل مشاريع مباحة شرعا.
- وفي تعريف مجمع الفقه الإسلامي الدولي\* للتصكيك (Securitization) تعريف ضمني للصكوك الإسلامية حيث عرف التصكيك على أنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم (17)، المنامة - البحرين، 2010، ص: 238.

<sup>1</sup> حامد بن حسن ميرة: عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية - دراسة تأصيلية تطبيقية-، دار الميامن للنشر والتوزيع، الرياض - المملكة العربية السعودية، 2011، ص: 322.

\* المجمع تأسس تنفيذاً للقرار الصادر عن مؤتمر القمة الإسلامي الثالث المنعقد في مكة المكرمة بالمملكة العربية السعودية في الفترة من 25-28 جانفي 1981م، وقد تضمن إنشاء مجمع يسمى: (مجمع الفقه الإسلامي الدولي)، يكون أعضاؤه من الفقهاء والعلماء والمفكرين في شتى مجالات المعرفة

## الفصل الأول الصكوك الإسلامية

ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه<sup>1</sup>.

يلاحظ من خلال هذا التعريف أن:

أ- حامل الصك ما هو إلا مالك لموجودات؛ إما أن تكون قائمة فعلاً، وبالتالي الغرض من عملية التصكيك هو تسييل هذه الموجودات، وإما أن تكون موجودات يتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وبالتالي الغرض من عملية التصكيك هو تمويل مشاريع استثمارية جديدة.

ب- التصكيك تحكمه ضوابط الشريعة الإسلامية، حيث تنتج عنه صكوك قائمة على عقود شرعية؛ كالمضاربة والمشاركة والسلم....

انطلاقاً مما لاحظناه من خلال التعاريف السابقة يمكننا القول بأن الصكوك الإسلامية هي:

"أوراق مالية محددة المدة ومنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، ناتجة عن عملية التصكيك\*، بحيث تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها، وذلك بعد تحصيل قيمتها وقفل باب الاكتتاب فيها وتوجيه حصيلتها فيما أصدرت من أجله".

---

الفقهية والثقافية والعلمية والاقتصادية من مختلف أنحاء العالم الإسلامي لدراسة مشكلات الحياة المعاصرة والاجتهاد فيها اجتهاداً أصيلاً فاعلاً بهدف تقديم الحلول النابعة من التراث الإسلامي والمنفتحة على تطور الفكر الإسلامي (أنظر الموقع الرسمي للمجمع: <http://www.fiqhacademy.org.sa>).  
<sup>1</sup> مجمع الفقه الإسلامي الدولي: قرار رقم 178 (4/19): بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، الأيام: 26-30 أبريل 2009، ص:9.

\* هناك من يعتبر "التصكيك" عمليةً ينتج عنها فقط صكوك تمثل موجودات قائمة، و"إصدار الصكوك" عمليةً ينتج عنها صكوك تمثل موجودات سيتم إنشاؤها. لكن ما اعتمدناه في هذا البحث هو عدم التفريق بين المصطلحين، حيث ينتج عن التصكيك صكوك تمثل موجودات قائمة أو سيتم إنشاؤها وذلك وفق ما ورد في تعريف التصكيك لمجمع الفقه الإسلامي، وبالتالي فإن كل إصدار للصكوك هو تصكيك.

## المطلب الثاني: مقارنة الصكوك الإسلامية بالأسهم والسندات

### أولاً: مقارنة الصكوك الإسلامية بالأسهم

#### 1- أوجه الشبه بين الصكوك الإسلامية والأسهم<sup>1</sup>:

تشابه كل من الصكوك الإسلامية والأسهم فيما يلي:

- كلاهما أوراق مالية تمكن حاملها من تملك حصة شائعة من صافي موجودات المشروع أو الشركة - المشروع الممول بالنسبة للصكوك الإسلامية والشركة المصدرة بالنسبة للأسهم-.

- الربح الموزع على مالكي الصكوك الإسلامية والأسهم، هو الربح الناتج عن استثمار موجودات الشركة أو المشروع.

#### 2- أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم في مجموعة من الأوجه نفضلها في الجدول التالي:

#### الجدول رقم (1-1): أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

وجه الاختلاف	الصكوك الإسلامية	الأسهم
المدة	محددة بفترة زمنية يتم تصفية الصكوك الإسلامية في نهايتها.	غير محددة فهي باقية ما بقية الشركة المصدرة لها.
حدود المسؤولية	مالكها شريك في مشروع معين أو نشاط استثماري محدد وليس في جميع أعمال الشركة وبالتالي فهو مسؤول - بنسبة مشاركته- فقط عن الالتزامات الناتجة عن الاستثمار في الموجودات الممثلة للصكوك ولا يتحمل أي التزامات أخرى مرتبطة بالمصدر.	مالكها شريك في أعمال الشركة ككل لذا فهو يتحمل كافة التزامات المصدر لها بحسب نسبة مشاركته في رأس مال الشركة.
درجة المخاطر	منخفضة لكونها محددة المدة.	مرتفعة لكونها غير محددة المدة.
المشروع الممول	مباح شرعاً.	قد يكون مباحاً وقد يكون غير مباح شرعاً.

<sup>1</sup> رميته حبيبة: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار طويل الأجل بالبنوك الإسلامية -دراسة حالة: بنك أبو ظبي الإسلامي-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي لميلة، 2013، ص: 38.

المعالجة المحاسبية	أغلب هياكلها تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية.	هي أداة تمويل تظهر في الميزانية.
الإدارة	مالكها ليس له الحق في المشاركة في الإدارة بطريقة مباشرة، حيث يمكن لحملتها إنشاء هيئة مراقبة تحمي مصالحهم.	مالكها له الحق في المشاركة في الإدارة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة.
تنوع العقود	تصدر بحسب عقود التمويل الإسلامية من مضاربة، مشاركة، سلم، استصناع، وغيرها من العقود المتنوعة.	تصدر على أساس عقد المشاركة فقط.
استحقاق الأرباح	حاملها يستحق حصته من صافي أرباح المشروع متى تحقق الربح.	حاملها يستحق حصته من صافي أرباح الشركة متى تحقق الربح، وقررت الشركة توزيع الأرباح.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: رمينة حبيبة: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار طويل الأجل بالبنوك الإسلامية -دراسة حالة: بنك أبو ظبي الإسلامي-، مرجع سابق، ص: 38.

## ثانيا: مقارنة الصكوك الإسلامية بالسندات

### 1- أوجه الشبه بين الصكوك الإسلامية والسندات:

تشابه الصكوك الإسلامية والسندات فيما يلي<sup>1</sup>:

- كلاهما ورقة مالية محددة المدة.

- من خلال الصكوك أو السندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف المهمة، التحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.

### 2- أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات:

تختلف الصكوك الإسلامية عن السندات في عدة أوجه نوضحها في الجدول التالي:

<sup>1</sup> يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم: سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، جوان 2011، ص: 22.

الجدول رقم (1-2): أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات

وجه الاختلاف	الصكوك الإسلامية	السندات
الملكية	مالكها مالك لحصة مشاعة من موجودات قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها.	مالكها ما هو إلا دائن لمصدرها.
مصدر العائد	الربح الناتج عن استثمار الموجودات التي تُمثلها الصكوك الإسلامية بعد حسم المصروفات.	نسبة من القيمة الإسمية للسند (الفائدة الربوية)، بغض النظر عما إذا حققت الشركة أرباحا أو تكبدت خسائر.
ضمان رأس المال والعائد	- لا يضمن مصدرها القيمة الإسمية لها إلا في حال التعدي أو التقصير. - ولا يضمن العائد عليها فهي قائمة على قاعدة الغنم بالغرم.	مصدرها ملزم بضمان رأس مالها والعائد عليها.
المعالجة المحاسبية	أداة تمويل خارج الميزانية -أغلب هيكلها-.	أداة تمويل تظهر في الميزانية.
إفلاس الجهة المصدرة	مالكها بإمكانه استرجاع القيمة الإسمية لها أو جزء منها من خلال حقه في التصرف بالموجودات الممثلة لها، دون الرجوع إلى الجهة المصدرة.	باعتبارها لا تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات معينة، مالكها لا بد عليه من الرجوع للجهة المصدرة لاستيفاء حقوقه من حصيلة تصفية كل موجوداتها.
التصنيف الائتماني	يأخذ في الحسبان: - مدى تطابق هيكل الصكوك مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ومؤهلات أعضاء الهيئة الشرعية وخبراتهم السابقة. - قدرة المصدرين للموجودات المصككة (بصيغ التمويل الإسلامي) على الوفاء بالتزاماتهم، وعلى أداء مهامهم الاستثمارية على أكمل وجه.	يهتم فقط بمدى قدرة المصدر للسندات "المقترض"، على الوفاء بالتزاماته تجاه حاملي السندات "المقرضين".

	- قدرة حملة الصكوك على الاستحواذ على الموجودات والتصرف فيها، في حال تعثر جهة الإصدار.	
تنوع العقود	تصدر بحسب عقود التمويل الإسلامية من مضاربة، مشاركة، سلم، استصناع، وغيرها من العقود المتنوعة.	تصدر بعقد وحيد وهو عقد القرض.

**المصدر:** من إعداد الباحثة. التصنيف الائتماني للصكوك بناء على: محمد غزال: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية -، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012-2013، ص: 119.

### المطلب الثالث: أطراف عملية التصكيك

يشترك العديد من الأطراف في عملية التصكيك نذكر منهم ما يلي:

#### أولاً: المنشئ (originator):

والذي يطلق عليه أيضا المُصدر أو جهة الإصدار أو مُنشئ الأصل أو البادئ أو مالك الأصل؛ وهو الجهة المحتاجة للسيولة<sup>1</sup>، والتي تحصل عليها بطريقتين:

**الطريقة الأولى:** من خلال تحويل المشاريع أو الأصول القائمة إلى سيولة نقدية، وهذا يتم من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية المدرة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك، ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال، وهو ما يطلق عليه: "التصكيك المهيكل" أو "التصكيك الخاص" أو "التصكيك غير المباشر".

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: الصكوك الإسلامية كأداة تمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف 1، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، يومي 5-6 ماي 2014، ص: 3. بتصرف.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

الطريقة الثانية: من خلال إصدار الصكوك على أساس صيغة تمويل إسلامي في السوق الأولية، لتكون حصيلة الاكتتاب رأس المال للمشروع المراد إنجازه، وهو ما يطلق عليه: "التصكيك البسيط" أو "التصكيك العام" أو "المباشر"<sup>1</sup>.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يمكن أن ينوب عن المنشئ (المصدر) في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.

### ثانياً: الشركة ذات الغرض الخاص (وكيل الإصدار)

ويطلق على هذه الشركة بالإنجليزية Special Purpose Vehicle/ Company/ Entity (SPV/SPC/SPE)، وهي مؤسسة وسيطة بين المنشئ (المصدر) والمستثمرين، تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجر يحدده الاتفاق أو تتضمنه نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر والشركة ذات الغرض الخاص على أساس عقد الوكالة بأجر<sup>2</sup>.

### ثالثاً: حملة الصكوك/ المستثمرين (Sukuk Holders/Investors)

وهم من يستثمرون أموالهم في شراء الصكوك الإسلامية، ويمتلكون الأصول التي تمثلها، وحملة الصكوك يمكن أن يكونوا بنوكاً- إسلامية أو ربوية- أو مؤسسات مالية أو شركات أو حكومات أو حتى أفراد، فقد يتمتع هؤلاء بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة، مما قد يُشجّعهم على الدخول في عمليات الاستثمار في شراء الصكوك؛ بهدف استغلال هذه السيولة الفائضة في عمليات تُحقّق عوائد مرتفعة نسبياً مقارنة بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة. وفي نفس الوقت إمكانية التخارج منها بسهولة بيعها في السوق إذا ما كانت تلك الصكوك ضمن الأنواع القابلة للتداول<sup>3</sup>.

### رابعاً: مدير الإصدار (Issuance Manager)

هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك الإسلامية في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ: الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، -، 2012، ص: 83-84.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 250. بتصرف.

<sup>3</sup> أحمد محمد النجار: (الصكوك الإسلامية مدخل ومفاهيم أولية)، مجلة التمويل الإسلامي، العدد: 1، الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، مصر، 2012، ص: 41. بتصرف.

### خامسا: أمين الاستثمار (Investment Trustee)

هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار<sup>1</sup>.

### سادسا: مدير الصكوك (Sukuk Manager)

هو من يقوم بإدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك، وقد يكون:

#### 1- مضاربا:

يكون مدير الصكوك مضاربا في الحالات التي يكون فيها حق الإدارة شرعاً لمستثمر حصيلة الصكوك في مشروع معين أو نشاط خاص كالمضاربة<sup>2</sup>، حيث يقوم بإدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك بحصة من الربح المتحقق<sup>3</sup>.

#### 2- وكيل بالاستثمار:

يكون مدير الصكوك وكيل بالاستثمار في الحالات التي يثبت فيها حق حملة الصكوك في الإدارة كما في صكوك الإجارة، والاستصناع والسلم<sup>4</sup>، حيث ينوب عنهم في إدارة الموجودات والعمليات التي تمول بحصيلة الصكوك. فقد يتفق حملة الصكوك مع مدير الإصدار على أن يكون وكيل عنهم بالاستثمار، كما قد يتفقون مع الشركة المصدرة على أن تقوم بالإدارة نظير عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح ويكون ذلك مستقلا عن العقد محل الاتفاق سواء كان سلما أو استصناعا...إلخ.

#### 3- شريكا مديرا:

يكون مدير الصكوك شريكا مديرا في الحالات التي يخضع فيها حق الإدارة للاتفاق، كالمشاركات والوكالات في الاستثمار فتحدد نشرة الإصدار طريقة الإدارة وصاحب الحق فيها<sup>5</sup>. الذي يقوم بإدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك بزيادة في حصته من الربح، أو بدونها<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 250.

<sup>2</sup> حسين حامد حسان: صكوك الاستثمار الإسلامي، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة - الإمارات العربية المتحدة-، الأيام: 26- 30 أبريل 2009، ص: 16.

<sup>3</sup> سوق دبي المالي، أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية: معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، دبي - الإمارات العربية المتحدة-، 2014، ص: 14.

<sup>4</sup> حسين حامد حسان، مرجع سابق، ص: 16.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص: 17.

<sup>6</sup> سوق دبي المالي، أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، مرجع سابق، ص: 8.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

وفي كل حالة من هذه الحالات قد يوكل المصدر أو مدير الإصدار طرفاً آخر يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها يعرف بـ " مدير الاستثمار".

### سابعاً: هيئة الرقابة الشرعية (Sharia Supervisory Board)

تعتبر هيئة الرقابة الشرعية من أهم أطراف عملية التصكيك، حيث أن الدور الذي تؤديه في إصدار الصكوك الإسلامية يعد شرطاً أساسياً للسماح بالتعامل بتلك الصكوك، فمن مهام هذه الهيئة مراعاة توفير متطلبات الأحكام الشرعية في دراسة هيكلية الصكوك ومستنداتها، والعقود المنظمة للعلاقة بين أطرافها وكيفية الاكتتاب في هذه الصكوك. هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن من مهامها مراقبة مدى التزام المؤسسات المالية والشركات المصدرة للصكوك بأحكام الشريعة الإسلامية، مما يعطي الثقة للمساهمين والمستثمرين اتجاه تلك المؤسسات والشركات<sup>1</sup>.

### ثامناً: وكالات التصنيف الائتماني

تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تُطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وأهم هذه الوكالات Moody's، Fitch، Standard & Poor's، كما توجد في الوقت الحالي وكالات تصنيف إسلامية تُقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية\*، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف Islamic International Rating Agency ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف الائتماني RAM<sup>2</sup>.

إلى جانب الأطراف المذكورة أعلاه يشارك في عملية التصكيك أطراف أخرى كأمين الاستثمار ومتعهد التغطية وخبراء محاسبين ومستشارون قانونيون وغيرهم من "الأطراف المساعدة" الذين يتم الاتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة في عملية التصكيك<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> وليد خالد الشايحي، عبد الله يوسف الحججي: صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، غرفة تجارة وصناعة دبي، الأيام 15-17 ماي 2005، ص: 928.

\* تصنيف الجودة الشرعية: يقصد به تقييم مستوى الالتزام بما يصدر عن هيئات الرقابة الشرعية وما إذا كانت هناك آليات مناسبة للرقابة الشرعية على المنتجات المالية الصادرة أو لا.

<sup>2</sup> أحمد محمد النجار، مرجع سابق، ص: 41.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد: الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها -دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص: 41.

## المطلب الرابع: مراحل عملية التصكيك

### أولاً: هيكلية الصكوك (Sukuk Structuring)

بعد اتخاذ المنشئ القرار باستخدام الصكوك لتمويل مشاريع استثمارية جديدة أو لتسييل موجودات قائمة، يقوم بإعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسات الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الاكتتاب<sup>1</sup>.

وعليه فإن هذه المرحلة تعتبر حساسة بشكل كبير وتتطلب دراسات معمقة لجميع جوانب عملية التصكيك، وتتضمن هذه الدراسات ما يلي<sup>2</sup>:

#### 1- الدراسة الفنية:

تقوم هذه الدراسة بتحديد الهيكل الإداري والفني لعملية التصكيك، وتحديد احتياجات العملية من الخبرات الفنية والإدارية، والاستشارات الشرعية والقانونية والمالية، وتوزيع المهام بين جميع الأطراف المشاركة في عملية التصكيك، وتقدير جميع الاحتياجات المالية المطلوبة لإنجاز العمليات، بهدف تقدير التكلفة الإجمالية اللازمة لإتمام عملية التصكيك. كما يجب على هذه الدراسة تحديد الجدول الزمني لكل مرحلة من مراحل إنجاز عملية التصكيك.

#### 2- الدراسة الشرعية:

يتم إجراؤها من قبل هيئة أو مجلس شرعي يتكون من فقهاء متخصصين في المعاملات المالية الإسلامية، وتهدف إلى التأكد من مشروعية عملية التصكيك، وخلوها من المخالفات الشرعية، كما تشمل تحديد أسس ومعايير الرقابة الشرعية السابقة واللاحقة للعملية، ودراسة الوثائق والمستندات والعقود التي سيتم التعامل بها.

#### 3- الدراسة القانونية:

يتم إجراء هذه الدراسة بمعرفة خبير قانوني، وتهدف إلى التأكد من توافق عملية التصكيك مع القوانين والأنظمة السائدة في الدولة، ومعرفة الحقوق والامتيازات الممنوحة لكل الأطراف المشاركة في العملية، والالتزامات التي عليها، وتحديد طرق التظلم في حال إخلال أحد الأطراف بالتزاماته، وكذلك تعليمات الجهات الرقابية المنظمة للعملية.

<sup>1</sup> وليد خالد الشايحي، عبد الله يوسف الحججي، مرجع سابق، ص: 920.

<sup>2</sup> شركة رساميل: (5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك)، جريدة القبس الكويتية-يومية-، السنة 37، العدد: 12580، الكويت، 6 جوان 2008، ص: 38.

### 4- الدراسة التسويقية:

تهدف إلى تحديد مدى قدرة المنشئ وكذلك الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) على تسويق الصكوك، وهو ما يرتبط بعوامل كثيرة منها على سبيل المثال لا الحصر: الجدارة الائتمانية للمنشئ وسمعته في السوق، ونتائج تقييم وكالات التصنيف العالمية للصكوك، وقوة المركز المالي للمتعهد بالتغطية، وتوجهات المستثمرين في أسواق رأس المال المحلية والعالمية، ونوع وطبيعة الأدوات الاستثمارية السائدة في تلك الأسواق.

### 5- الدراسة المالية:

تقوم هذه الدراسة بإجراء التقييم المالي لعملية التصكيك، واستخراج مؤشرات الربحية التي يمكن بها الحكم على ربحية العملية لجميع الأطراف المشاركة فيها، وخاصة للمنشئ، والشركة ذات الغرض الخاص (SPV)؛ وذلك باستخدام أدوات التحليل المالي مثل: صافي القيمة الحالية (NPV) ومعدل العائد الداخلي (IRR) وغيرها من مؤشرات تقييم الربحية.

### 6- تقييم ومعالجة مخاطر الصكوك:

يجب على الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) أن تقوم بتقييم المخاطر التي تواجه الصكوك المتوقع إصدارها، والتي يمكن أن تؤثر على درجة إقبال المستثمرين على الصكوك المصدرة، واقتراح سبل معالجتها.

### ثانياً: إصدار الصكوك (Sukuk issuance)

وتتضمن هذه المرحلة الخطوات التالية:

#### 1- تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص:

وذلك لتمثيل حملة الصكوك في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة<sup>1</sup>. ويتوجب أن تكون هذه الشركة مستقلة مالياً وقانونياً عن المنشئ، وليست تابعة له أو فرعاً من فروعها، وذلك من أجل مراعاة مصالح المستثمرين. إذ لو كانت مملوكة للمنشئ وغير مستقلة عنه، لصار عملاء هذه الشركة أسوة مع عملاء المنشئ، ولأمكن تصفيتها من قبل هذا الأخير، فتضيع بذلك حقوق عملاء الشركة ذات الغرض الخاص. وعليه لا بد عند تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص مراعاة ألا يكون للمنشئ أي سلطة عليها تتعلق بالبيع أو الشراء أو التصفية أو التصرف<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> وليد خالد الشابيحي، عبد الله يوسف الحججي، مرجع سابق، ص: 920.

<sup>2</sup> فؤاد محمد محيسن: (الشركة ذات الغرض الخاص)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد: 21، العدد: 1، الأردن، جانفي 2013، ص: 29.

### 2- نقل ملكية الموجودات:

بعد تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص يتم بيع الموجودات الممثلة للصكوك -التي سيتم إصدارها- من المنشئ إلى الشركة ذات الغرض الخاص وذلك بثمان آجل (إلى حين جمع الأموال من حصيللة الاكتتاب في الصكوك). وفي هذه المرحلة لا بد وأن يتم التأكد من أن الصكوك التي سيتم إصدارها هي صكوك مدعومة بأصول (Asset-backed sukuk) وليست صكوك قائمة/مرتكزة/مبنية على الأصول (Asset-based sukuk) حيث في النوع الأول، هناك بيع حقيقي للموجودات، يسمح لحملة الصكوك في حال تعثر المنشئ بالتصرف في الموجودات وعدم الرجوع على المنشئ. بينما في النوع الثاني هناك فقط انتقال للملكية المنفعة لا ملكية الموجودات، وهو ما يحول دون تصرف حملة الصكوك في الموجودات في حال تعثر المنشئ، ويتوجب عليهم الرجوع على المنشئ مما يجعل هذه الصكوك أشبه بالديون.

### 3- تجزئة الموجودات:

حيث تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الموجودات وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحولها إلى صكوك لتبيعهما إلى المستثمرين<sup>1</sup>.

### 4- طرح الصكوك للاكتتاب وتسويقها:

بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة للصكوك، وتتم عملية طرح الصكوك للاكتتاب إما بالطرح المباشر للجمهور، وإما ببيعها جملة إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا، أو مجموعة بنوك، التي تقوم بعدها بتسويقها وبيعها إلى الجمهور<sup>2</sup>.

### ثالثا: تغطية الاكتتاب

في الصكوك إذا لم تتم تغطية الإصدار أو المقدار الضروري منه لشراء الموجودات، فإنه لا يتم إصدار الصكوك وترد المبالغ للمكتتبين<sup>3</sup>، وحتى يتم تفادي الوقوع في مثل هذا الوضع، يتوجب وجود جهة تلزم بتغطية الاكتتاب بهذا الجزء غير المكتتب به، ومن ثم يبيعه للمستثمرين الآخرين<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد عمر جاسر: (تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد: 21، العدد: 1، الأردن، جانفي 2013، ص: 44.

<sup>2</sup> هشام أحمد عبد الحي: الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهية-، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية - مصر-، 2010، ص: 254.

<sup>3</sup> فؤاد محمد محيسن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة - الإمارات العربية المتحدة-، الأيام: 26-30 أبريل 2009، ص: 48.

<sup>4</sup> عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان -الأردن-، يومي: 1-2 ديسمبر 2010، ص: 3.

### رابعاً: إدارة محفظة الصكوك (Sukuk Portfolio Management)

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار<sup>1</sup> حيث تقوم بمجموعة من المهام منها<sup>2</sup>:

- إدارة الموجودات ورعايتها واستثمار ما ليس مستثمراً منها.
- تحصيل الدخل من أرباح وإيجارات وغيرها.
- إصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم، أي موجودات الصكوك.
- توزيع صافي دخل المحفظة على حملة الصكوك تبعاً.
- تصفية الموجودات في نهاية مدة الصكوك، وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك.

### خامساً: تداول الصكوك (Sukuk Trading)

تنتقل في هذه المرحلة الصكوك القابلة للتداول شرعاً من يد مالكيها إلى يد شخص آخر إما مباشرة أو من خلال وسيط.

وبما أن مالك الصك مالك للموجودات الممثلة له، فإن انتقال الصك من يده إلى يد شخص آخر يعني أن جميع الحقوق المقررة شرعاً له في ملكه من بيع أو هبة أو رهن هي الأخرى تنتقل إلى الشخص الآخر.

وتداول الصكوك الإسلامية يخضع للأحكام التالي<sup>3</sup>:

- إذا كانت أصول الصكوك نقوداً أو ديوناً أو نقوداً وديون، فلا يجوز تداولها إلا بمثل قيمتها الحاضرة.
- إذا كانت أصول الصكوك أصولاً عينية أو منافع أو خدمات أو خليطاً من هذه الأصول، فيجوز تداولها وبأي قيمة.
- إذا كانت أصول الصكوك خليطاً من الأصول السابقة ونقوداً أو ديوناً أو نقود وديون، فيجوز تداولها، وبأي قيمة إذا كانت الأصول من الأعيان أو المنافع أو الخدمات (أو من هذه الأصول جميعاً)، لا تقل عن: 51%.

<sup>1</sup> أختار زيني عبد العزيز: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة-الإمارات العربية المتحدة-، الأيام: 26-30 أبريل 2009، ص: 6.

<sup>2</sup> فؤاد محمد محيسن: (الشركة ذات الغرض الخاص)، مرجع سابق، ص: 27-28.

<sup>3</sup> أسيد الكيلاني: الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، الجزائر، يومي: 8-9 ديسمبر 2013، ص: 8.

وفق قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، أو 30% وفق المعيار الشرعي للأوراق المالية (الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)).

### سادسا: إطفاء الصكوك أو استردادها (Sukuk Redemption)

والذي يتم بإحدى الطرق التالية<sup>1</sup>:

- 1- تصفية المشروع ببيعه لطرف ثالث وتحويله إلى نقد وسيولة (تنضيف حقيقي)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه من الأموال المتوافرة إن ربحا فربح، وإن خسارة فخسارة على الجميع بقدر رؤوس الأموال.
- 2- تقويم الموجودات تقويميا عادلا من لدن خبراء (التنضيف الحكمي) وأيلولتها إلى الجهة المصدرة بعد توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته.
- 3- تمليك الموجودات بالهبة أو بثمان رمزي، أو القيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك. مع ملاحظة أن إطفاء الصكوك إما أن يكون كليا مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار، أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار.

<sup>1</sup> أسامة عبد الحليم الجورية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، 2009، ص: 48-49. وليد خالد الشايحي، عبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 924.

### المبحث الثاني: استخدامات الصكوك الإسلامية

يمكن استخدام الصكوك الإسلامية من قبل عدة أطراف تختلف ما بين: شركات، بنوك وحكومات، ولكل طرف أهدافه الخاصة به. فمثلا تسعى الحكومات من استخدامها للصكوك الإسلامية إلى تمويل عجز موازنتها العامة، والتحكم في المعروض النقدي، وهي أهداف تختلف تماما عن مساعي الشركات والبنوك.

وبغض النظر عن الطرف المستخدم للصكوك الإسلامية فإنه إمّا أن يستخدمها بصفته "مصدراً" لها، أو "مستثمراً" فيها، ولكل منهما مزايا توفرها له الصكوك الإسلامية تحفز الجميع للإقبال على هذا المنتج الإسلامي، مما يترتب عليه مع مرور الوقت آثار مهمة على مستوى الاقتصاد ككل وعلى مستوى الأسواق المالية.

وبناء على ما سبق، تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

**المطلب الأول:** أهداف التعامل بالصكوك الإسلامية.

**المطلب الثاني:** مزايا التعامل بالصكوك الإسلامية.

**المطلب الثالث:** آثار التعامل بالصكوك الإسلامية.

### المطلب الأول: أهداف التعامل بالصكوك الإسلامية

تختلف أهداف التعامل بالصكوك الإسلامية، ما بين: الشركات والبنوك والحكومات، وذلك على النحو التالي:

#### أولاً: أهداف تعامل الشركات بالصكوك الإسلامية

تهدف الشركات من تعاملها بالصكوك إلى اجتذاب رؤوس أموال لتمويل مشاريع استثمارية جديدة أو توسيع مشاريع قائمة، كما يمكن أن تهدف من تعاملها بالصكوك إلى توفير سيولة عن طريق التصكيك البسيط لتمويل أغراض خاصة غير مرتبطة بالصكوك.

وإصدار الشركات للصكوك يوفر لها تمويلاً لا يؤثر على الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث إن كثيراً من الشركات - حتى الشركات العملاقة - تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية والإقليمية بناء على معايير بازل؛ مما يجعل مهمة حصول الشركة على تمويل من الصعوبة بمكان؛ وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حامد بن حسن ميرة، مرجع سابق، ص: 328.

## الفصل الأول - الصكوك الإسلامية

ومن أكثر الشركات حاجة لمصادر تمويلية جديدة، هي تلك الصغيرة والمتوسطة، حيث تواجه هذه الشركات صعوبات في الحصول على التمويل اللازم بسبب حجمها (نقص الضمانات)، وبسبب حداثتها (نقص السجل الائتماني)، وارتفاع سعر الفائدة مقارنة بالعائد الناتج عنها. وهنا تبدو أهمية التمويل الإسلامي وفي مقدمته الصكوك لتحقيق ذلك، فهي تملك من الخصائص والسمات ما يحول دون وجود مثل هذه المعوقات بما تتضمنه من مزايا لا توجد في غيرها من أنظمة التمويل التقليدي، حيث توفر الصكوك الإسلامية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يلي:

- **تنوعاً في مصادر تمويلها:** فمن الصكوك ما هو قائم على التبرعات والبر والإحسان، ومنها ما هو قائم على المشاركات؛ وهذا ما يتيح فرصاً ومجالات أكثر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- **زيادة في قدرتها على الحصول على التمويل:** فالتمويل بالصكوك الإسلامية يقوم على دراسة الجدوى وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية، وهذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وحاجيات وتحسينات، بخلاف التمويل بالقروض الذي يهتم بالملاءة المالية لصاحب المشروع وبنفس المعايير المطبقة على كبار العملاء. مما يضعف فرص حصول أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة على احتياجاتهم التمويلية - والذين في حقيقة الأمر أشد حاجة للتمويل - لصالح كبار العملاء أصحاب الملاءة المالية<sup>1</sup>.

### ثانياً: أهداف تعامل البنوك الإسلامية بالصكوك الإسلامية

تتعامل البنوك الإسلامية بالصكوك الإسلامية لتحقيق الأهداف التالية:

#### 1- تفعيل الاستثمار طويل الأجل:

لقد أقيمت البنوك الإسلامية منذ نشأتها على أساس أنّها بنوك استثمار حقيقي وفق أحكام الشريعة الإسلامية، تسعى بالدرجة الأولى إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهو ما دفع المفكرين المهتمين بشأن هذه البنوك إلى التأكيد على ضرورة تركيزها أثناء استثمار مواردها المالية على الاستثمار طويل الأجل الذي يتماشى مع طبيعتها ومع الأهداف التي تصبوا إلى تحقيقها.

إلا أن البنوك الإسلامية أثناء ممارستها لأنشطتها الاستثمارية وسعيها نحو تحقيق أهدافها التنموية، واجهتها عدت معوقات كانت سبباً في تجنبها للاستثمار طويل الأجل وتركيزها بشكل واسع وملحوظ على الاستثمار قصير الأجل.

وتعد الموارد المالية للبنوك الإسلامية أهم عائق أمام دخولها في استثمارات طويلة الأجل حيث تميزت هذه الموارد بقصر آجالها، نظراً لاعتماد البنوك الإسلامية على نظام للإيداع يتيح للمودع حق السحب منها وقتما شاء

<sup>1</sup> أسامة عبد الحليم جورية، مرجع سابق، ص: 158. بتصرف.

## الفصل الأول الصكوك الإسلامية

سواء كانت الإبداعات حسابات جارية أو استثمارية، وذلك سعياً من البنوك الإسلامية لتلبية رغبة المودعين في الحصول على ودائعهم بسرعة على غرار ما يحصل عليه المودعون في البنوك التجارية.

ولمواجهة هذا الخلل وإعادة التوازن إلى نشاطات البنوك الإسلامية كان لا بد من الاعتماد على مصادر تمويلية جديدة، ومن بين هذه المصادر الصكوك الإسلامية. حيث تعد هذه الأخيرة مصدراً هاماً يُمكن البنوك الإسلامية من توفير موارد مالية مستقرة لأجل طويل. وفي نفس الوقت تتوافق مع رغبات المستثمرين فيها بإمكانية تسيلها - في الإطار المشروع - متى شاءوا، عن طريق تداولها في أسواق الأوراق المالية، أو عن طريق استردادها متى أراد البنك ذلك وكما هو محدد في نشرة الاكتتاب.

كما بإمكان الصكوك الإسلامية أن توفر موارد مالية قصيرة ومتوسطة الأجل، يستطيع البنك الإسلامي أن يوظفها في مشاريع كبيرة بأجل زمنية طويلة. بحيث في كل مرة وقبل بلوغ آجال استحقاق هذه الصكوك يقوم البنك بإصدار جديد يمكنه من المحافظة على استمرار تدفق الأموال، طوال العمر الإنتاجي للمشروع دون أي خوف من انخفاض السيولة كما هو الحال في الودائع الاستثمارية<sup>1</sup>.

### 2- إدارة السيولة:

يقصد بإدارة السيولة: "الاستثمار الأمثل للأموال المتاحة بما يحقق أقصى عائد، والمقدرة على الوفاء بالتزامات للدائنين عند الحد الأدنى للتكاليف".

ومن هذا التعريف يتبين أن إدارة السيولة تشمل إدارة كل من:

**فائض السيولة:** الذي يحدث عند تكديس النقود لدى البنوك وتجاوزها للحدود المقبولة من دون استثمار، ويؤدي إلى تفويت فرص استثمارية كان بالإمكان تحقيقها.

**عجز السيولة:** الذي يحدث عند انخفاض الرصيد النقدي الفعلي عن الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به، ويؤدي إلى عدم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته لا سيما منها الحائلة بالحد الأدنى من التكاليف<sup>2</sup>.

ومشكلة السيولة بشقيها فائض السيولة وعجز السيولة من المشاكل التي تتعرض لها كل من البنوك الإسلامية والبنوك التجارية، إلا أنه يمكن القول بأنها في البنوك الإسلامية هي أكثر تعقيداً منها في البنوك التجارية.

<sup>1</sup> رميتة حبيبة: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار طويل الأجل بالبنوك الإسلامية - دراسة حالة: بنك أبوظبي الإسلامي -، مرجع سابق، ص: 21-22، 100.

<sup>2</sup> يوسف الشبيلي: أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل إتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة - البحرين -، يومي: 7-8 ماي 2012، ص: 2.

## الفصل الأول الصكوك الإسلامية

فلدى البنوك التجارية حرية أكبر في التحكم في جانب الاستخدامات، حيث تستطيع تحديد آجال ما تقدمه من قروض في ضوء متطلبات السيولة لديها. بينما نجد البنوك الإسلامية مقيدة في استخدام مواردها، وما ذلك إلا لأنها في الأساس بنوك استثمار، تستهدف الإسهام في الاستثمارات الحقيقية، والتي غالباً ما تتطلب آجالاً أطول، وقد لا تكون تحت سيطرة البنك. ثم إن النظام المصرفي الربوي قد طور منظومة كبيرة، وإلى حد ما فعالة، من الترتيبات والمنتجات والمؤسسات التي تقف كلها مدعمة للبنوك التجارية إزاء مشكلة السيولة بشقيها، والكثير منها مفتقد لدى البنوك الإسلامية. فهناك البنك المركزي، وهناك العلاقات القوية بين البنوك التجارية، وهناك سوق الأوراق المالية، وهناك العديد من المنتجات المالية المتاحة. ولا شيء من ذلك تقريباً لدى البنوك الإسلامية.

وحتى تتمكن البنوك الإسلامية من مواجهة هذه العقبات في إدارتها للسيولة، تجري منذ مدة جهود حثيثة لتطوير وتفعيل منظومة متكاملة من الترتيبات والمنتجات ذات القبول الشرعي، تتعامل البنوك الإسلامية من خلالها مع مشكلة السيولة.

ومن عناصر هذه المنظومة الصكوك الإسلامية التي تُمكن البنوك الإسلامية من مواجهة مشكلات السيولة في حالتها الفاض والعجز على السواء<sup>1</sup>. وذلك على النحو التالي:

**في حالة وجود فائض في السيولة:** يقوم البنك الإسلامي بشراء الصكوك الإسلامية ويختار ما يناسبه حسب الآجال ونوعية المخاطر وآلية التسييل.

**في حالة وجود عجز في السيولة:** يقوم البنك ببيع ما لديه من صكوك، وعليه أن يختار الوقت المناسب لذلك حتى لا يتحمل خسائر أو يضيع عليه أرباح<sup>2</sup>. حيث يمكنه من خلال عملية البيع أن يسد عجز السيولة من الجمهور، وكذا من البنك المركزي ليستفيد بذلك من وظيفته كملجأ أخير للسيولة.

### 3- تلبية متطلبات لجنة بازل III

بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وبعد أن تبينت هشاشة الأنظمة المصرفية في مواجهة الأزمة؛ قامت لجنة بازل للرقابة المصرفية بوضع مجموعة معايير هدفت من خلالها إلى تعزيز صلابة الأنظمة المصرفية وذلك في سنة 2010؛ وهذه المعايير هي النسخة الثالثة للجنة والتي تعرف بمعايير بازل III والتي سبقتها معايير بازل I في 1988 ومعايير بازل II في 2004.

<sup>1</sup> شوقي أحمد دنيا: إدارة السيولة في المصرف الإسلامي، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة- السعودية، الأيام: 25-29 ديسمبر 2010، ص: 10، 11. بتصرف.

<sup>2</sup> حسين حسين شحاته: إدارة السيولة في المصارف الإسلامية المعايير والأدوات، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة- السعودية، الأيام: 25-29 ديسمبر 2010، ص: 34.

## الفصل الأول الصكوك الإسلامية

ومن ضمن ما جاء في معايير بازل III وله صلة بالصكوك الإسلامية عنصران؛ الأول يتعلق بمتطلبات رأس المال التنظيمي والثاني يرتبط بمعدل تغطية السيولة.

أ- متطلبات رأس المال التنظيمي: حتى تزيد البنوك من قدرتها على تحمل الخسائر تم إلزامها بتقسيم مكونات رأسمالها التنظيمي إلى شريحتين:

الشريحة الأولى (Tier 1) وتتكون من:

- الشريحة الأولى للأسهم العادية التي تضم بشكل أساسي رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة.

- الشريحة الإضافية (AT1) والتي تضم أدوات مالية وُضع لها حد أدنى من المعايير التي يجب أن تتوفر فيها والتي من بينها أن تكون غير مضمونة وغير محددة المدة وقابلة للاستدعاء بمبادرة المصدر فقط بعد مرور خمس سنوات على الأقل.

وضمن المعايير أرفقت الشريحة الأولى بعبارة "going-concern capital" وذلك كإشارة لوظيفتها التي تُمكن البنك من امتصاص خسائره والاستمرار في نشاطه.

الشريحة الثانية (Tier 2) والتي تضم أدوات مالية تم تحديد الحد الأدنى من المعايير التي يجب أن تتوفر فيها والتي من بينها: ألا تكون مضمونة وألا تقل مدتها عن 5 سنوات وأن تكون قابلة للاستدعاء بمبادرة المصدر فقط بعد مرور خمس سنوات على الأقل.

وقد أرفقت هذه الشريحة بعبارة "gone-concern capital" ما يعني أن هذه الشريحة من رأس المال هي القادرة على امتصاص الخسائر عند نقطة عدم العودة أي في حال الإفلاس، وهي الخسائر التي لا تستطيع الشريحة الأولى مواجهتها.

ب- متطلبات نسبة تغطية السيولة: بالإضافة لمتطلبات رأس المال التنظيمي قامت لجنة بازل بتحديد نسبة تغطية السيولة (LCR) والتي هدفت من خلالها إلى ضمان حيابة البنوك لأصول سائلة ذات جودة عالية (HQLA)، حيث تمكن هذه الأصول البنوك من مواجهة اضطرابات السيولة المحتملة وذلك من خلال تعويض صافي التدفقات النقدية الخارجة التي قد تواجهها في ظل سيناريو الضغط الحاد قصير الأجل (لمدة ثلاثين يومًا)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Bank for international settlements; Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, December 2010, pp: 12,15,16,18, Available on: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>, 7/8/2019.

## الفصل الأول الصكوك الإسلامية

وقد حددت اللجنة مراحل لبلوغ الهدف من هذه النسبة حيث في البداية يتم البدء بنسبة 60% في 1 جانفي 2015 لتنتقل هذه النسبة تدريجيا إلى غاية بلوغ نسبة 100% في 1 جانفي 2019 حيث يتساوى مخزون الأصول عالية الجودة مع صافي التدفقات النقدية الخارجة.

كما حددت لجنة بازل مجموعة خصائص لا بد أن تتوفر في الأصول السائلة عالية الجودة ومن أهمها؛ أن تكون أصولا ذات مخاطر متدنية وأيضا سهلة التقييم وأن يكون ارتباطها بأصول خطرة منخفضا وأن تكون مدرجة في سوق متطورة ومعترف بها<sup>1</sup>.

وفي ظل ما فرضته لجنة بازل من متطلبات أصبح أمام البنوك الإسلامية تحدي البحث عن أدوات مالية تمكنها من الالتزام بمعايير بازل III وفي نفس الوقت تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وهنا ظهر دور الصكوك الإسلامية حيث تم ابتكار صكوك إسلامية بإمكان البنوك إصدارها لتلبية متطلبات الشريحة الأولى الإضافية وأخرى لتلبية متطلبات الشريحة الثانية من رأس المال التنظيمي.

ومقابل ذلك أصبحت بعض الهيئات تصدر صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفي نفس الوقت تتميز بسيولتها وجودتها العالية ما مكن البنوك من الاستثمار في هذه الصكوك لتلبية متطلبات نسبة تغطية السيولة.

ومنذ ذلك الحين أصبحت تلبية متطلبات معايير بازل III من بين أهداف تعامل البنوك الإسلامية بالصكوك الإسلامية.

### 4- إدارة المخاطر:

لقد ابتكرت البنوك والمؤسسات المالية التقليدية أدوات ووسائل للحد من المشاكل التي تواجهها، ومن تلك الأدوات المشتقات المالية، ونظرا لاختلاف طبيعة عمل البنوك الإسلامية ومخاطرها عن البنوك التقليدية، تطلب منها إيجاد أدوات للتحوط ضد تلك المخاطر تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وثلاثم طبيعة عمل تلك البنوك، خاصة إذا علمنا أن المشتقات المالية التقليدية لا يمكن للبنوك الإسلامية التعامل بها لانطوائها مخالفات شرعية واضحة، وعليه تكون الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات الملائمة للتحوط ضد مخاطر البنوك الإسلامية، وذلك لما تتيحه من إمكانية تنويع الاستثمارات، مما يعني تقليل المخاطر، بالإضافة إلى ذلك تسمح تلك الصكوك بتشكيل حافظة استثمارية تناسب رغبات المستثمرين، مما ينتج عنه تفادي التركيز الشديد في التمويل قصير الأجل الذي يميز استثمارات البنوك

<sup>1</sup> Bank for international settlements: Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, January 2013, pp: 8,13, Available on: <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>, 7/8/2019.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

الإسلامية عمليا - كما تمت الإشارة إليه سابقا-، والذي يعتبر ظاهرة غير صحية من وجهة النظر القائلة بتوزيع المخاطر<sup>1</sup>.

### ثالثا: أهداف تعامل الحكومات بالصكوك الإسلامية

تتعامل الحكومات بالصكوك الإسلامية لتحقيق الأهداف التالية:

#### 1- تمويل العجز في الموازنة العامة:

إن عجز الموازنة العامة الذي كانت ولا تزال تعاني منه الكثير من دول العالم، ظل ولفترة طويلة من الزمن يُمول بالاعتماد على الأساليب التالية:

- **السحب من الاحتياطي العام:** الذي ينتج عنه نقص هذه الاحتياطيات وانخفاض العوائد الناتجة عنها، بالإضافة إلى إمكانية إضعاف الثقة الائتمانية في اقتصاديات البلدان التي تعتمد على هذا الأسلوب، وبالتالي إضعاف قدرتها على الاقتراض.

- **الرفع من الضرائب أو استحداث ضرائب جديدة:** وهو ما يؤثر سلبا على كل من الاستهلاك والادخار.

- **الاقتراض الداخلي:** سواء من البنوك التجارية أو السوق المالية بطرح سندات حكومية، والذي ينتج عنه في كثير من الأحيان تراكم حجم الديون (وأعبئها خدمة الدين العام) ومن ثم تفاقم عجز الموازنة العامة.

- **الاقتراض الخارجي:** الذي ينتج عنه إضافة لزيادة أعباء الدولة، إمكانية التدخل الأجنبي في شؤونها الداخلية.

- **التمويل بالعجز (الإصدار النقدي الجديد):** عن طريق اقتراض الحكومة من البنك المركزي أو زيادة طبع النقود، والذي يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم- نتيجة عدم وجود إنتاج حقيقي يقابل الزيادة في النقود-، وما ينجر عنها من ارتفاع في الأسعار وبالتالي زيادة نفقات الدولة أي تفاقم عجز الموازنة العامة.

ونظرا لما ينتج عن استعمال هذه الأساليب من آثار تضخمية وزيادة في عجز الموازنة العامة وغيرها، فقد أصبح الجميع يبحث عن أساليب تمويلية أخرى بإمكانها المساهمة في تمويل العجز في الموازنة العامة بأقل التكاليف، فكانت الصكوك الإسلامية أهم هذه الأساليب، حيث إلى جانب قدرتها على تعبئة الموارد اللازمة لسد عجز الموازنة العامة، فهي تمنح الدولة التي تصدرها ما يلي:

<sup>1</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، المدرسة العليا للتجارة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة قلمة، يومي 03-04 ديسمبر 2012، ص: 249.

- تمويل غير تضخمي: حيث توفر تمويلاً حقيقياً للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية<sup>1</sup> بخلاف التمويل بالعجز.
- تمويل يعتمد على المشاركة في الربح والخسارة: وليس تمويل الربح فيه طرف والخاسر طرف آخر (التمويل عن طريق الاقتراض).
- تمويل يشارك فيه الجميع: بما فيهم البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وكل من كان يتحفظ من استثمار أمواله في أساليب التمويل الربوية، فهو بذلك يسمح للدولة بتوفير موارد مالية ضخمة تمكنها من تمويل مشاريعها التنموية ومشاريع البنية التحتية.
- تمويل مرتبطاً بمشاريع محددة في مجالات معينة: الأمر الذي يجبر الدولة على استعمالها في مشاريعها، وبالتالي يقل الهدر والتبذير الناتج عن عدم تخصيص الإيرادات بالمقارنة مع القروض العامة المرتبطة بالفوائد.
- تمويل يجنب الدولة مخاطر التمويل الأجنبي ويمكنها من الاستفادة من مزاياه حيث بإمكان الدولة عند إصدارها أن تحدد نسبة مشاركة الأجانب من إجمالي قيمة الإصدار، وبذلك تتمكن الدولة من الاحتفاظ بالقرار الاستثماري كعنوان للسيادة والقدرة على توجيه الاقتصاد الوطني وعدم تمكين المستثمر الأجنبي من التأثير في القرارات المتخذة إلا بما يعظم المصلحة الاقتصادية للدولة<sup>2</sup>.
- تمويل يستجيب للاحتياجات الرسمية بمختلف أغراضها وأشكالها، نظراً لتنوع الصكوك الإسلامية التي يمكن توظيفها في هذا المجال، وتميز كل نوع منها بخصائص وسمات خاصة به تجعله فعالاً في توفير احتياجات بعينها بطريقة أعلى كفاءة<sup>3</sup>.

### 2- التحكم في المعروض النقدي:

إن من أهم وظائف البنك المركزي التحكم في السيولة النقدية المتاحة في الاقتصاد الوطني، من خلال ما يعرف بـ "السياسة النقدية" التي تعتمد في ذلك على مجموعة من الأدوات من بينها: عمليات السوق المفتوحة. ويقصد بعمليات السوق المفتوحة دخول البنك المركزي إلى السوق المالية بائعاً أو مشترياً لبعض الأصول، خاصة منها الأوراق المالية الحكومية -أغلبها سندات وأذونات خزينة بفائدة-، حيث في حالة الانكماش أو الركود

<sup>1</sup> أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص: 181.

<sup>2</sup> صالح صالح: أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، الندوة العلمية الدولية حول: الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس -سطيف-، الأيام 18-19-20 أبريل 2010، ص: 39-40. بتصرف.

<sup>3</sup> عبد الملك منصور: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الأيام: 31 ماي-3 جوان 2009، ص: 38.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

الاقتصادي يقوم البنك المركزي بشراء هذه الأوراق ليزيد من حجم النقود، وفي حالة التضخم يقوم بالبيع، وبالتالي إحداث تأثير عكسي<sup>1</sup>.

واستخدام البنك المركزي لهذه الأداة يؤدي إلى التأثير على قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان - من خلال التأثير على الفائض الاحتياطي المتوافر لديها- ومن ثم في عرض النقود، وفي المقابل يغيب هذا الأثر على البنوك الإسلامية لعدم تعاملها بالأوراق المالية الحكومية لارتباطها بالفائدة المحرمة شرعا.

ونظرا لما سبق، تطلب الأمر إيجاد حلولٍ تقوم بدور عمليات السوق المفتوحة لكن بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فكانت الصكوك الإسلامية أهم هذه الحلول، وفيما يلي توضيح لذلك:

**في حالة التضخم:** حيث يصبح من ضمن الأهداف الأساسية للسياسة النقدية خفض حجم المعروض النقدي أو سحب الفائض منه من التداول؛ من المنتظر ارتفاع العائد على الصكوك الإسلامية نسبيا تماشيا مع ما تتميز به هذه الفترة من رواج في الأعمال وتحقيق معظم الشركات لأرباح وعوائد كثيرة، ويؤدي ذلك إلى تهافت أصحاب المدخرات والمستثمرين على شراء هذه الصكوك من البنك المركزي فيتحقق بذلك الهدف المطلوب.

والعكس صحيح في فترات الكساد حيث يُنتظر انخفاض العائد على الصكوك نتيجةً للتراجع في النشاط الاقتصادي وانخفاض حجم الطلب على السلع والخدمات بصفة عامة وتعرض كثير من الشركات والمؤسسات الإنتاجية لخسائر في نتائج أعمالهم، ويكون من الطبيعي في ذلك اتجاه من سبق لهم اقتناء هذه الصكوك إلى محاولة التخلص منها ببيعها إلى البنك المركزي فور إعلانه عن قبول شرائها حسب سعرها في السوق. وبذلك يتحقق الهدف المطلوب بزيادة حجم النقد المتداول بين الناس.

ويتضح مما سبق أن استخدام البنك المركزي للصكوك الإسلامية ضمن عمليات السوق المفتوحة سيكون أفضل من استخدامه للأوراق المالية الحكومية بفائدة، حيث تتفوق الصكوك الإسلامية على هذه الأخيرة، نظرا لتعدد صيغها من مشاركة، ومضاربة، وإجارة، وقرض حسن... وغيرها. إذ يوفر هذا التنوع في الصيغ الاستثمارية سوقا واسعة تتيح للبنك المركزي أن يتدخل بشكل أفضل من أجل تحقيق أهدافه التوسعية أو الانكماشية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - سليمان ناصر: علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية - في ظل المتغيرات الدولية الحديثة مع دراسة تطبيقية حول علاقة بنك البركة الجزائري ببنك الجزائر-

مكتبة الريام، الجزائر، 2006، ص 73. بتصرف

- أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص ص: 165 - 166.

<sup>2</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، مرجع سابق، ص: 248.

### المطلب الثاني: مزايا التعامل بالصكوك

يوفر التعامل بالصكوك الإسلامية مزايا لكل من المصدر والمستثمرين نوضحها فيما يلي:

#### أولاً: بالنسبة للمصدر

- 1- تزيد الصكوك الإسلامية من قدرة المصدر على زيادة وتوسيع نشاطه دون الحاجة إلى زيادة رأس ماله<sup>1</sup>.
- 2- تسمح بإعادة تدوير الأموال المستثمرة دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية عند آجالها المختلفة؛ لأن التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول تتصف بالسيولة<sup>2</sup>.
- 3- تساعد على خفض تكلفة التمويل: حيث إن إصدار الصكوك الإسلامية أقل كلفة على المؤسسة من إصدار الأسهم لأن صاحب السهم يحصل على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة، في حين أن صاحب الصك تدفع المؤسسة له عائد مرتبط بعائد المشروع المساهم فيه فقط. وهي أفضل من الحصول على الأموال من البنوك لأنها تُشترى من الجمهور مباشرة بينما أموال البنك التي مصدرها مدخرات الجمهور يفرض البنك لنفسه جزءاً من عائد الوساطة المالية مما يزيد في تكلفة الإقراض<sup>3</sup>.
- 4- تحسن نسبة كفاية رأس المال: من خلال إخراج بعض الأصول ذات المخاطر العالية من الميزانية عن طريق التصكيك المهيكل، مما يؤدي إلى انخفاض الأصول المرجحة بالمخاطر، ومن ثم ارتفاع نسبة كفاية رأس المال<sup>4</sup>.
- 5- تحسن من ربحية المصدر: حيث إن أي منشأة لديها ديون على الغير تستقطع من إيراداتها نسبة معينة لتكوين ما يسمى مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، وهذا بدوره يقلل من صافي الأرباح للمنشأة، ولكن عند استخدام عملية التصكيك سوف يلغي رصيد مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، وترد إلى أرباح المنشأة، ومن ثم زيادة أرباحها.
- 6- تحسين القدرة الائتمانية للمصدر: وذلك نظراً لاعتماد التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية على التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المصدر، وبذلك يكون التصنيف الائتماني للصكوك الإسلامية مرتفعاً<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمد عمر جاسر، مرجع سابق، ص: 42.

<sup>2</sup> حكيم براضية: التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، 2011/2010، ص: 132.

<sup>3</sup> عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، مرجع سابق، ص: 6. بتصرف.

<sup>4</sup> زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص: 74-75.

<sup>5</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، مرجع سابق، ص: 247.

### ثانياً: بالنسبة للمستثمرين (حاملِي الصكوك)

- 1- تساهم الصكوك الإسلامية في رفع الحرج عن فئة كبيرة ممن يرغبون في استثمار أموالهم بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- 2- توفر الصكوك الإسلامية فرصاً استثمارية متنوعة قطاعياً، جغرافياً، ومن حيث الآجال للأفراد والمؤسسات والحكومات حيث تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.
- 3- تقدم الصكوك قناة جيدة للمستثمرين الراغبين في استثمار فوائض أموالهم ويرغبون في الوقت ذاته أن يستردوا أموالهم بسهولة عند الحاجة إليها، لأن هذه الصكوك من المفترض أن تكون متداولة في السوق الثانوية، فعندما يحتاج المستثمر إلى أمواله المستثمرة أو جزء منها يتمكن من بيع ما يملكه من صكوك أو جزء منها، ويحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل والربح جميعاً، إن كان المشروع حقق ربحاً طبعاً<sup>1</sup>.
- 4- تسمح بالمحافظة على القدرة الشرائية لرأس المال باعتبار أنها تمثل موجودات تعتبر الأعيان والخدمات جزءاً منها، والأعيان والخدمات كما هو معلوم أفضل من النقد فحتى مع مرور الزمن وتحت أثر التضخم فإن قيمتها ومنفعتاتها تكون في العادة أكبر من منفعة النقد في ذاته، حيث ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عوائد الصكوك الممثلة لتلك الأصول (الأعيان والخدمات)، وبهذا كلما زادت نسبة الأعيان إلى إجمالي موجودات الصكوك كلما قلل ذلك من تأثيرهم بالتضخم.
- 5- توفر للمستثمرين أوراق مالية ذات مخاطر أقل من السندات، لأن الصكوك الإسلامية حصص شائعة في أصول حقيقية وليست ديناً في ذمة الجهة المستفيدة من الإصدار، وفي حالة تعثر أو إفلاس تلك الجهة فإن حملة السندات سيتقاسمون مع بقية الدائنين ناتج تصفية أصول تلك الجهة، بينما يتمتع حملة الصكوك بأولوية ملكيتهم في أصول الصكوك، والتي من المفترض أن تغطي قيمة استثمارات حملة الصكوك أو على الأقل جزءاً كبيراً منها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 248، 249.

<sup>2</sup> سامر مظهر قنطقجي: صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ط: 2، دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، حماه - سوريا، 2015، ص ص: 450-451.

### المطلب الثالث: آثار التعامل بالصكوك الإسلامية

ينتج عن التعامل بالصكوك الإسلامية آثار مختلفة سواء على مستوى الاقتصاد ككل أو على مستوى الأسواق المالية، وفيما يلي توضيح لذلك:

#### أولاً: آثار الصكوك الإسلامية على مستوى الاقتصاد

إن استخدام الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية واستثمارية من قبل الحكومات، البنوك، الشركات، الأفراد وغيرها، ينتج عنه آثار على مستوى الاقتصاد ككل نذكر من بينها ما يلي:

#### 1- تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية:

حيث تفتح الصكوك الإسلامية الباب على مصراعيه للمشاركة الشعبية من قبل الناس لدعم احتياجات ومتطلبات التنمية الاقتصادية بصورة يشعر فيها المواطن بالانتماء الكامل في تنمية اقتصاد وطنه، وذلك من خلال توجيه الأموال التي تم جمعها بواسطة الصكوك نحو الاستثمار المباشر (الاستثمار الحقيقي) في مختلف القطاعات الاقتصادية<sup>1</sup>.

#### 2- التوزيع العادل للثروة:

إن الصكوك الإسلامية تؤدي لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، إذ تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء المعدودين، ولعل ذلك من أعظم أهداف الاقتصاد الإسلامي<sup>2</sup>.

#### 3- تحرير المكتنزات:

إن ظاهرة الاكتناز تتأصل أشكالها عادة في صورة أراضي وأصول عينية بالدرجة الأولى هروبا من أثر التضخم. ولما كان محل عمليات التصكيك أصولا عينية ومالية، فإن تلك الآلية ستعطي المالك فرصة لتشغيل تلك الأصول وتوليد مداخيل إضافية، فيصدر صكوكا بقيمة تلك الأصول ويعمل على تشغيلها بما يحصله من بيع الصكوك فينتفع هو وحملة الصكوك ويخرج بذلك الأصول من دائرة الموارد الراكدة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص: 19.

<sup>2</sup> عبد اللطيف بن عبد الحليم العبد اللطيف: صكوك الاستثمار: دراسة فقهية تأصيلية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2012، ص: 375.

<sup>3</sup> عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الجزائر، يومي: 8 - 9 ديسمبر 2013، ص: 20.

### 4- التقليل من مشكلة البطالة والأموال المعطلة:

إذ تساهم الصكوك الإسلامية في زيادة مستوى التشغيل وفي تشغيل الأموال المعطلة، كون هذه الصكوك تجمع بين رغبات أصحاب الفوائض المالية، وهو ما يشجعهم على استثمار مدخراتهم في هذه الأداة، وبين رغبات أصحاب العجز المالي وهو ما يسمح لهم بإنشاء مشاريع جديدة أو توسيع مشاريعهم القائمة مما يؤدي إلى توفير فرص عمل جديدة.

### ثانيا: آثار الصكوك الإسلامية على مستوى الأسواق المالية

ينتج عن التعامل بالصكوك الإسلامية عدة آثار على مستوى الأسواق المالية نذكر منها ما يلي:

#### 1- زيادة قدرة الأسواق المالية على جذب المدخرات:

حيث تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير، متوسط وطويل، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية، وتنوع أغراضها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه<sup>1</sup>.

#### 2- اتساع الأسواق المالية:

إن إدراج الصكوك الإسلامية يؤدي إلى زيادة سعة الأسواق المالية وذلك بما توفره من:

أ- تنوع في الأوراق المالية: والتي تشمل: الصكوك الحكومية، صكوك الشركات، والصكوك المصرفية، على تنوع في أشكال هذه الصكوك.

ب- زيادة في عدد المؤسسات المدرجة في السوق: حيث يؤدي إدراج الصكوك الإسلامية إلى توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً وتشمل البنوك الإسلامية بل والتقليدية كما في ماليزيا وشركات الاستثمار المؤسسي، والحكومة، والقطاع الخاص، والمؤسسات المالية الوسيطة، ذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالي<sup>2</sup>.

وتعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للأسواق المالية، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة فيها كلما زادت فعاليتها والعكس صحيح<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، مرجع سابق، ص: 253.

<sup>2</sup> عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، مرجع سابق، ص: 10.

<sup>3</sup> زيدان محمد، نورين بومدين: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر -المعوقات والآفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص: 15.

ج- إضافة لمؤسسات مالية جديدة: حيث أن هيكل عملية التصكيك يتم من خلال كل من: منشئ الصكوك، الشركة ذات الغرض الخاص، مدير الصكوك، ...<sup>1</sup>.

### 3- الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية:

حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من أداء وظائفها المرجوة منها لا بد أن تكون على درجة عالية من الكفاءة، ويكون الحكم على مستوى تلك الكفاءة من خلال السوقين الأولية والثانوية جنباً إلى جنب. فإذا كانت الكفاءة تعني تخصيص الكفاء للموارد المالية فهذا يقودنا للاهتمام بالسوق الأولية لأنها هي التي تربط سوق الأوراق المالية باحتياجات الاقتصاد الوطني وإمداد مختلف المشروعات بالموارد المالية، وإدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية يؤدي إلى رفع هذه الكفاءة من خلال تشكيل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية إنتاجية حقيقية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، لأن الصكوك الإسلامية ترتبط دائماً بمشاريع وأصول حقيقية.

أما على مستوى السوق الثانوية فإن الكفاءة تعني أن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس كل المعلومات المتاحة، فنجد أن الصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق ذلك من خلال مساعدتها على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأن إصدار الصكوك يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التصكيك مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق، بالإضافة إلى ذلك فإن سوق الصكوك الإسلامية ينتفي فيها الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بالأسواق المالية والتي تؤثر سلباً على تخصيص الموارد<sup>2</sup>.

### 4- تعزيز دور الأسواق المالية في الحد من التضخم:

تعتبر الأسواق المالية أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار الحقيقي<sup>3</sup>.

ويتوقف نجاح هذه الأسواق في أداء دورها في تقليل الضغوط التضخمية على طبيعة الأوراق المالية المدرجة فيها، حيث تؤدي الكثير منها إلى زيادة التمويل المتاح دون أن يقابله إنتاج حقيقي وبالتالي خلق فجوة كبيرة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.

<sup>1</sup> عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، مرجع سابق، ص: 10.

<sup>2</sup> معطى الله خير الدين، شرياق رقيق، مرجع سابق، ص: 251-252.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 48.

وعلى عكس ذلك فإن الصكوك الإسلامية تؤدي إلى ربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي، وذلك بما توفره من تمويل طويل الأجل لإنشاء مشاريع استثمارية جديدة أو لتوسيع مشاريع قائمة تؤدي في النهاية إلى زيادة الإنتاج الحقيقي من سلع وخدمات.

### المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية

بشكل عام أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، تتعدد بتعدد صيغ التمويل والاستثمار الشرعية، فمنها ما يدرج ضمن صكوك الإجارة، ومنها ما هو مبني على معاملات الدين ويُدْرَج ضمن صكوك التمويل، ومنها ما هو مبني على حقوق الملكية بحيث لا يترتب عليه أي دين ويُدْرَج ضمن صكوك الاستثمار، ومنها ما هو مبني على تقاسم الإنتاج بين المصدر وحملة الصكوك ويُدْرَج ضمن صكوك المشاركة في الإنتاج. وإلى جانب هذه الأنواع؛ ظهرت أنواع مبتكرة من الصكوك مبنية في الأساس على الأنواع سابقة الذكر مع إضافة بعض التعديلات على هيكلتها.

وفي ضوء ما سبق، تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

**المطلب الأول: صكوك الإجارة.**

**المطلب الثاني: صكوك التمويل.**

**المطلب الثالث: صكوك الاستثمار.**

**المطلب الرابع: صكوك المشاركة في الإنتاج.**

**المطلب الخامس: أنواع أخرى.**

## المطلب الأول: صكوك الإجارة

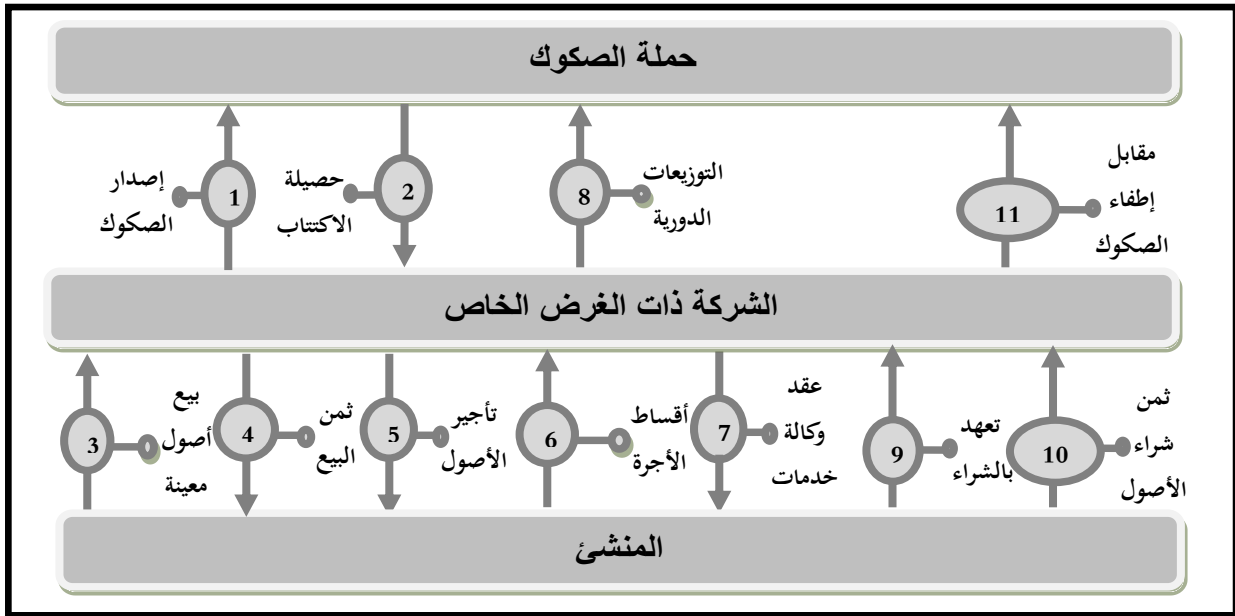
### أولاً: تعريف صكوك الإجارة

هي: "وثائق متساوية القيمة، قابلة للتداول، تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافعها، أو ملكية أعيان موصوفة في الذمة، أو منافعها أو ملكية أعمال معينة، أو موصوفة في الذمة"<sup>1</sup>.

### ثانياً: هيكل صكوك الإجارة

في الشكل التالي، مثال للخطوات التي تتضمنها هيكل صكوك الإجارة:

الشكل رقم (1-1): هيكل صكوك الإجارة



**المصدر:** أسيد الكيلاني: الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، الجزائر، يومي: 8-9 ديسمبر 2013، ص: 12.

من خلال هذا الشكل يتضح أن هيكل صكوك الإجارة تمر بالخطوات التالية<sup>2</sup>:

1- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.

<sup>1</sup> عبد اللطيف بن عبد الحليم العبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 406.

<sup>2</sup> أسيد الكيلاني، مرجع سابق، ص: 12.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

- 2- يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون شركة (SPV) بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم؛ وبالتالي تصبح شركة (SPV) بمثابة وصي عنهم.
- 3- تُبرم شركة (SPV) (المشترية) عقد شراء أصول معينة من المنشئ (البائع)، الذي يحتاج السيولة.
- 4- تقوم شركة (SPV) بدفع الثمن للمنشئ، من حصيلة الاكتتاب في الصكوك، وهذا الثمن يمثل السيولة.
- 5- تبرم شركة (SPV) (المؤجر) عقد إجارة معينة مع المنشئ (المستأجر) لتأجير الأصول بأجرة متفق عليها تماثل التوزيعات الدورية للصكوك.
- 6- يدفع المنشئ (المستأجر) أقساط الأجرة في مواعيدها.
- 7- تبرم شركة (SPV) (المؤكل) عقد وكالة خدمات مع المنشئ (الوكيل)، ليقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها.
- 8- تقوم شركة (SPV) بتسلم الأجرة ودفع التوزيعات الدورية.
- 9- يُصدر المنشئ (المتعهد) تعهدا بشراء الأصول من شركة (SPV) في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
- 10- يتم تنفيذ التعهد بالشراء ويشترى المنشئ (المشترى) الأصول من شركة (SPV) (البائع) في الحالات المحددة.
- 11- تدفع شركة (SPV) ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

### ثالثا: أنواع صكوك الإجارة

يتضح من التعريف السابق لصكوك الإجارة أنها تتضمن ثلاثة أنواع؛ فهي إما أن تكون صكوك ملكية لأعيان مؤجرة، أو منافع، أو خدمات. وفيما يلي تفصيل ذلك<sup>1</sup>:

#### 1- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

هي: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".

#### 2- صكوك ملكية المنافع:

ويتفرع منها نوعان:

---

<sup>1</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ص: 238-239.

أ- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: ولها صورتان:

- صكوك يصدرها مالك العين الموجودة: هي: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك".

- صكوك من مستأجر مالك لمنافع العين الموجودة: هي: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك".

ب- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك".

### 3- صكوك ملكية الخدمات:

هي الأخرى تنقسم إلى:

أ- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم خدمات من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك".

ب- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة موصوفة دون تسميتها)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك".

### المطلب الثاني: صكوك التمويل

#### أولاً: صكوك السلم

##### 1- تعريف صكوك السلم:

هي: "وثائق متساوية القيمة، تمثل سلعا مؤجلة موصوفة في الذمة، معجلة الثمن"<sup>1</sup>. والمصدر لهذه الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)<sup>2</sup>.

##### 2- آلية إصدار صكوك السلم:

يصدر البائع لبضاعة السلم، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه؛ صكوك السلم وذلك لقبض ثمن بضاعة السلم عند التعاقد من حصيلتها، ويكون لمن يشتري الصك حق في البضاعة بنسبة ما دفعه (لتملك الصك) إلى قيمة البضاعة، مع ملاحظة أن من يشتري الصك يكون قد اشترى جزءاً من بضاعة السلم بسعر أقل من السعر المستقبلي لهذه البضاعة ومن هنا سيحقق عائداً على الصك، وذلك إما من خلال بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمن أعلى وتوزيع الثمن بين المكاتبين، أو من خلال بيع بضاعة بسلم موازٍ من جنس وبنفس مواصفات بضاعة السلم قبل قبض بضاعة السلم بثمن أعلى، وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم، ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له، حيث تمثل صكوك السلم بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك حصة شائعة في بضاعة السلم وهي دين سلعي<sup>3</sup>.

#### ثانياً: صكوك الاستصناع

هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك". والمصدر لهذه الصكوك هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع<sup>4</sup>.

وصكوك الاستصناع في حقيقتها كصكوك السلم حيث تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل مسدد كاملاً أو مقسطاً، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز

<sup>1</sup> خالد بن سعود الرشود: العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، كرسى سابق، 2013، ص: 508.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 241.

<sup>3</sup> رميئة حبيبة: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار طويل الأجل بالبنوك الإسلامية -دراسة حالة: بنك أبو ظبي الإسلامي-، مرجع سابق، ص: 57-56.

<sup>4</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 239، 241.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حال إصدار الصك من طرف البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها<sup>1</sup>.

### ثالثا: صكوك المراجعة

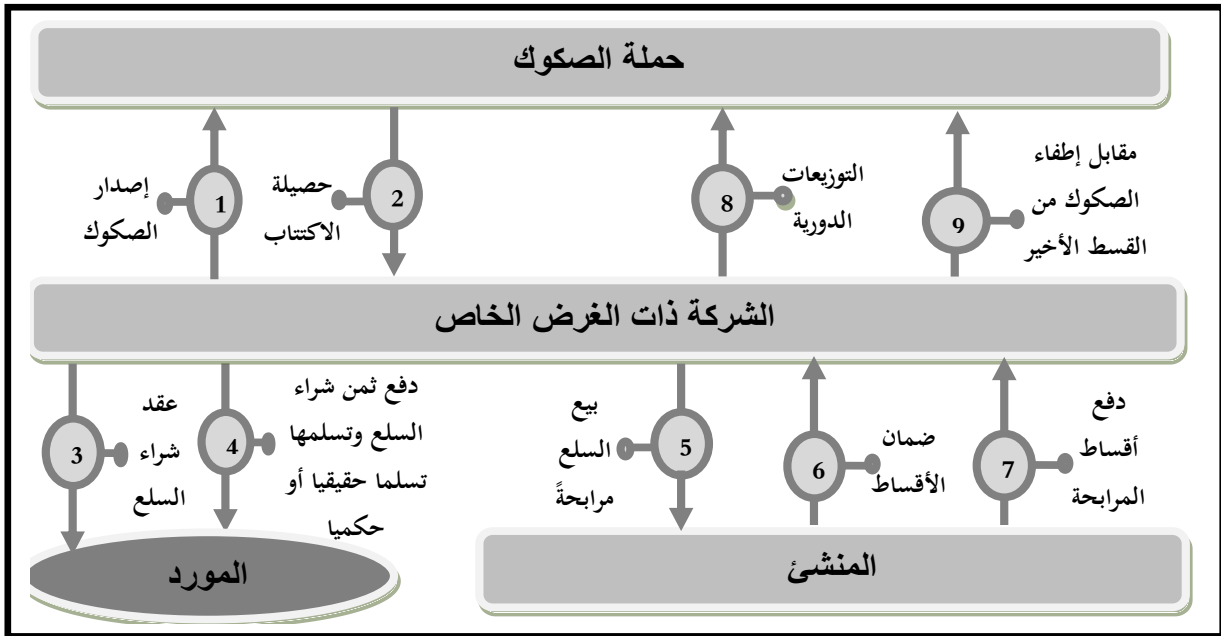
#### 1- تعريف صكوك المراجعة:

هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك". المصدر لهذه الصكوك هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكاتبون فيها هم المشترون لبضاعة المراجعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة<sup>2</sup>.

#### 2- هيكل صكوك المراجعة:

في الشكل التالي، مثال للخطوات التي تتضمنها هيكل صكوك المراجعة:

الشكل رقم (1-2): هيكل صكوك المراجعة



المصدر: أسيد الكيلاني، مرجع سابق، ص: 23.

<sup>1</sup> وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحججي، مرجع سابق، ص: 913.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 239، 241.

من خلال هذا الشكل، يتضح أن هيكله صكوك المراجعة تمر بالخطوات التالية<sup>1</sup>:

- 1- تقوم شركة (SPV) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
- 2- يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون شركة (SPV) بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
- 3- تُبرم شركة (SPV) (المشترية) عقد شراء (مساومة) مع المورّد (البائع)، لشراء السلع التي يريدتها المنشئ.
- 4- تقوم شركة (SPV) بدفع الثمن للمورّد من حصيلة الاكتتاب، وتُسَلَّم السلع المشتراة تسلّمًا حقيقيًا أو حكميًا.
- 5- تقوم شركة (SPV) (البائعة بالمراجعة) ببيع السلع للمنشئ (المشترى بالمراجعة)، على أساس المراجعة بأقساط متفق على مبالغها وتواريخ استحقاقها، وتُسَلَّم لها.
- 6- يقدّم المنشئ ضمانًا لأقساط المراجعة.
- 7- يدفع المنشئ (المشترى بالمراجعة) أقساط المراجعة في تواريخ استحقاقها.
- 8- تقوم شركة (SPV) بتسَلَّم الأقساط ودفع التوزيعات الدورية.
- 9- بآخِر قسط يتم دفعه من المنشئ وتسلّمه شركة (SPV) يتم إطفاء الصكوك.

### المطلب الثالث: صكوك الاستثمار

#### أولاً: صكوك المضاربة

##### 1- تعريف صكوك المضاربة:

"هي وثائق مشاركة (في الربح والخسارة) تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها". ويعتبر المصدر لهذه الصكوك مضاربا، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة<sup>2</sup>.

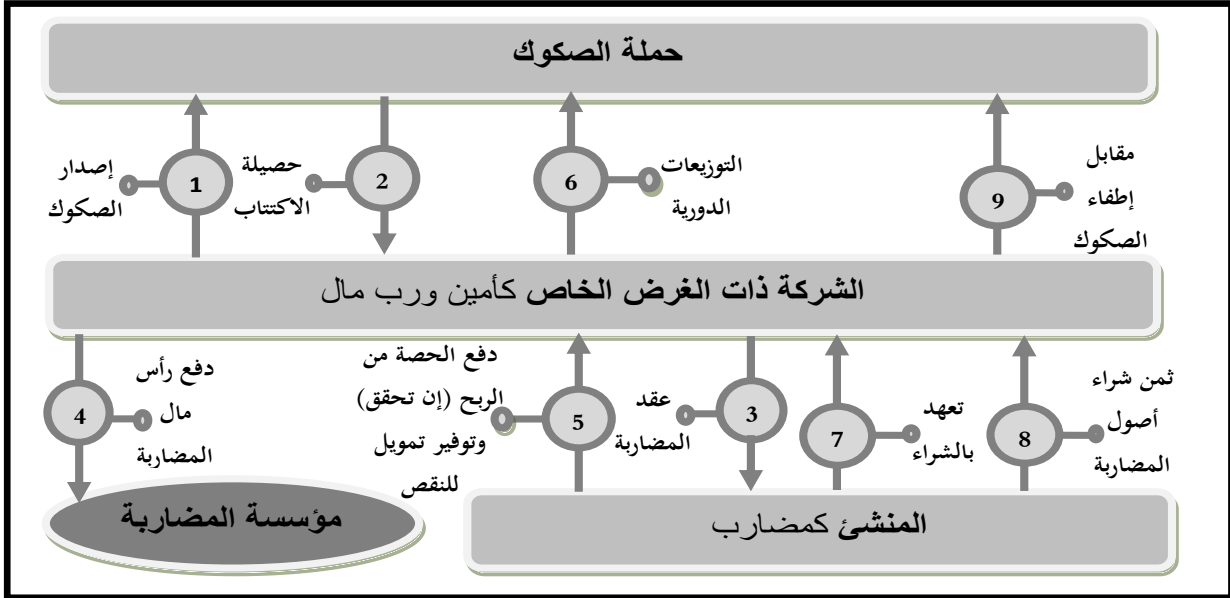
<sup>1</sup> أسيد الكيلاني، مرجع سابق، ص: 23.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 239، 241.

## 2- هيكل صكوك المضاربة:

في الشكل التالي، مثال للخطوات التي تتضمنها هيكل صكوك المضاربة:

الشكل رقم (1-3): هيكل صكوك المضاربة



المصدر: أسيد الكيلاني، مرجع سابق، ص: 18.

من خلال هذا الشكل، يتضح أن هيكل صكوك المضاربة تمر بالخطوات التالية<sup>1</sup>:

- 1- تقوم شركة (SPV) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
- 2- يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون شركة (SPV) بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم؛ وبالتالي تصبح بمثابة وصي عنهم.
- 3- تُبرم شركة (SPV) (رب المال) عقد مضاربة مع المنشئ (مضارب)، الذي يحتاج السيولة، ليستثمره وفق خطة الاستثمار ومجاله المتفق عليه.
- 4- تقوم شركة (SPV) بدفع رأس مال المضاربة، من حصيلة الصكوك للمنشئ.
- 5- يوزع المنشئ أرباح المضاربة إن تحققت بينه وبين شركة (SPV) وفقا لنسب تقاسم الأرباح المنصوص عليها في اتفاقية المضاربة، ويستتقي ما يزيد عن نسبة محددة في احتياطي. وهي توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافيا. وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزا للمنشئ (المضارب).

<sup>1</sup> أسيد الكيلاني، مرجع سابق، ص: 18. بتصرف.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

- 6- يقوم المصدر بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية.
- 7- يصدر المنشئ (المتعهد) تعهدا بشراء أصول الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي.
- 8- يتم تنفيذ التعهد بالشراء ويشترى المنشئ (المشتري) الحصة من شركة (SPV) (البائع) في الحالات المحددة.
- 9- تدفع شركة (SPV) ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

### ثانيا: صكوك المشاركة

هي: "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها".  
ويصدر هذه الصكوك طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المشاركة<sup>1</sup>.

وصكوك المشاركة مشابهة كثيرا لصكوك المضاربة، لكن الاختلاف الأساسي بينهما يكمن فيما يلي:

- أن المنشئ في صكوك المضاربة يساهم فقط بالعمل، بينما في صكوك المشاركة يساهم بالعمل وبحصة نقدية أو عينية.
- أن صاحب الصك في صكوك المشاركة يكون له حق المشاركة في الإدارة بينما صاحب الصك في صكوك المضاربة ليس له الحق في ذلك، لأن المضاربة تمنح المضارب الحرية في القيام بعمله دون أي تدخل من رب المال.

### ثالثا: صكوك الوكالة بالاستثمار

#### 1- تعريف صكوك الوكالة بالاستثمار:

هي: "وثائق متساوية عند إصدارها، تمثل حصصا شائعة في رأس مال يتم تنميته عن طريق استنابة جهة خبيرة على جهة الإطلاق أو التقييد". والمقصود بالإطلاق: هو أن يكون الاستثمار مطلقا غير مقيد بمشروع معين، والتقييد عكسه<sup>2</sup>.

المصدر لهذه الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون هم المؤكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ المؤكل في استثماره<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 239، 241.

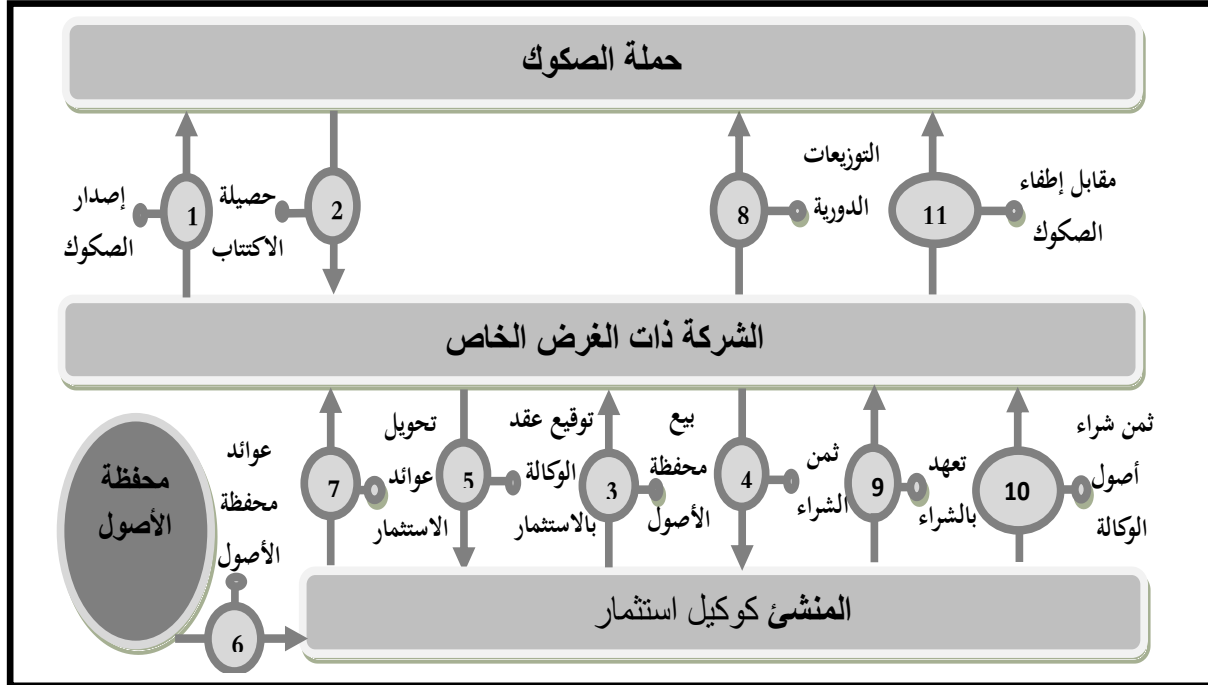
<sup>2</sup> خالد بن سعود الرشود، مرجع سابق، ص: 429.

<sup>3</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 241.

## 2- هيكل صكوك الوكالة بالاستثمار:

في الشكل التالي، مثال للخطوات التي تتضمنها هيكل صكوك الوكالة:

الشكل رقم (1-4): هيكل صكوك الوكالة



المصدر: الموقع الإلكتروني: <http://www.financialislam.com/sukuk-structures.html> تاريخ الاطلاع: 23 مارس 2015.

من خلال هذا الشكل، يتضح أن هيكل صكوك الوكالة تمر بالخطوات التالية<sup>1</sup>:

- 1- تقوم شركة (SPV) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
- 2- يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون شركة (SPV) بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم؛ وبالتالي تصبح بمثابة وصي عنهم.
- 3- يقوم المنشئ بجمع ما يحتفظ به من عقود إجارة، ذمم مرابحة، وأي أسهم أو صكوك؛ في محفظة يتم بيعها لشركة (SPV).
- 4- تقوم شركة (SPV) (المشترية) بدفع الثمن للمنشئ (البائع)، من حصيلة الاكتتاب في الصكوك.

<sup>1</sup> - <http://www.financialislam.com/sukuk-structures.html>, 23/3/2015.

-Dubai International Financial Centre: Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009, p p: 59-60.

## الفصل الأول \_\_\_\_\_ الصكوك الإسلامية

- 5- تبرم شركة (SPV) (الموكل) عقد وكالة بالاستثمار مع المنشئ (الوكيل)، ليقوم بإدارة محفظة الأصول بالنيابة عنها.
- 6- يتلقى المنشئ أرباح الاستثمار في محفظة الأصول نيابة عن شركة (SPV) (الموكل).
- 7- يقوم المنشئ بتحويل الأرباح إلى شركة (SPV)، وما يتبقى يُدفع كحافز للمنشئ (الوكيل) يضاف إلى أجره.
- 8- تستخدم شركة (SPV) الأرباح، في تمويل مبالغ التوزيعات الدورية المستحقة لحملة الصكوك.
- 9- يُصدر المنشئ (المتعهد) تعهدا بشراء الأصول من شركة (SPV) في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي.
- 10- يتم تنفيذ التعهد بالشراء ويشترى المنشئ (المشتري) الأصول من شركة (SPV) (البائع) في الحالات المحددة.
- 11- تدفع شركة (SPV) ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

### المطلب الرابع: صكوك المشاركة في الإنتاج

#### أولاً: صكوك المزارعة

##### 1- تعريف صكوك المزارعة:

هي: "وثائق متساوية عند إصدارها، تمثل عقد عمل في أرض، مقابل جزء مشاع مما يخرج منها"<sup>1</sup>.

##### 2- هيكل صكوك المزارعة:

يمكن إصدار صكوك المزارعة وفقاً لطريقتين هما كما يلي:

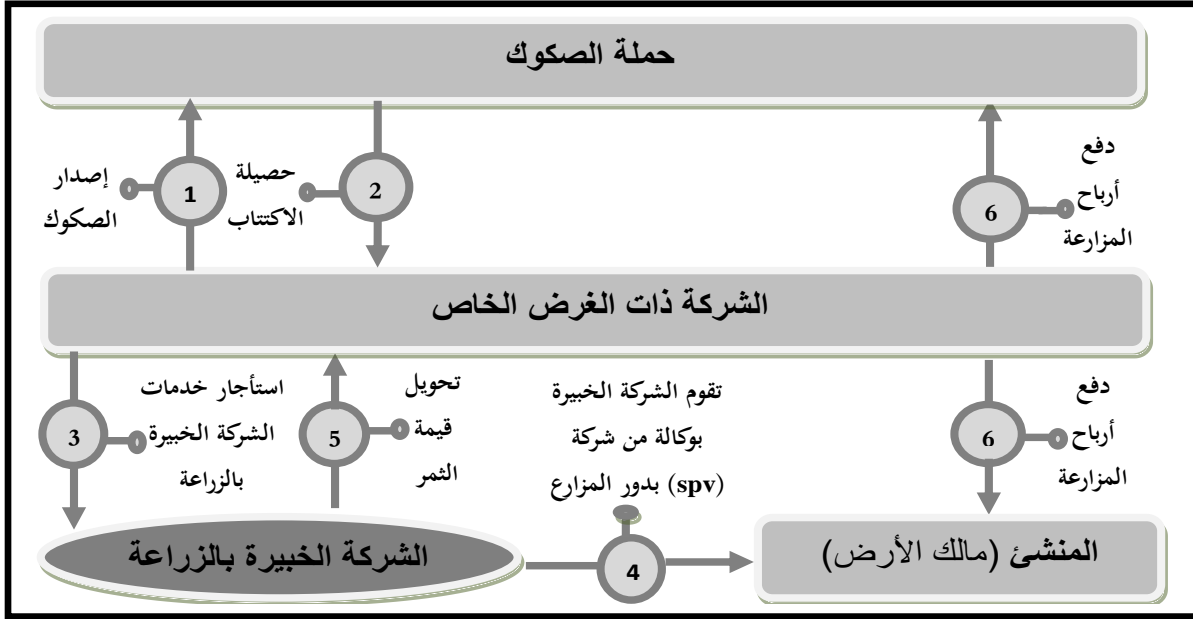
الطريقة الأولى: يكون فيها المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> خالد بن سعود الرشود، مرجع سابق، ص: 618.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 242.

وفي الشكل التالي، مثال للخطوات التي تتضمنها هيكله صكوك المزارعة وفقاً للطريقة الأولى:

الشكل رقم (1-5): هيكل صكوك المزارعة (الطريقة الأولى)



المصدر: خالد بن سعود الرشود، مرجع سابق، ص: 632.

ومن خلال هذا الشكل، يتضح أن هيكله صكوك المزارعة وفق الطريقة الأولى؛ تمر بالخطوات التالية<sup>1</sup>:

- 1- تقوم شركة (SPV) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
- 2- يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون شركة (SPV) بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
- 3- بعد جمع حصيلة الاكتتاب، يقوم مدير الإصدار بتعيين شركة زراعية خبيرة؛ تتولى عملية الزراعة نيابة عن حملة الصكوك، مقابل أجر معلوم.
- 4- تقوم الشركة الخبيرة بوكالة من شركة (SPV) بدور المزارع في أرض المنشئ (مالك الأرض).
- 5- تتولى الشركة الخبيرة، جمع المحصول وبيعه، وإعطاء قيمته إلى شركة (SPV).
- 6- تعطي شركة (SPV) مالك الأرض نصيبه من بيع المحصول، كما تتولى تقسيم نصيب حملة الصكوك من بيع المحصول على المجموع الكلي للصكوك.

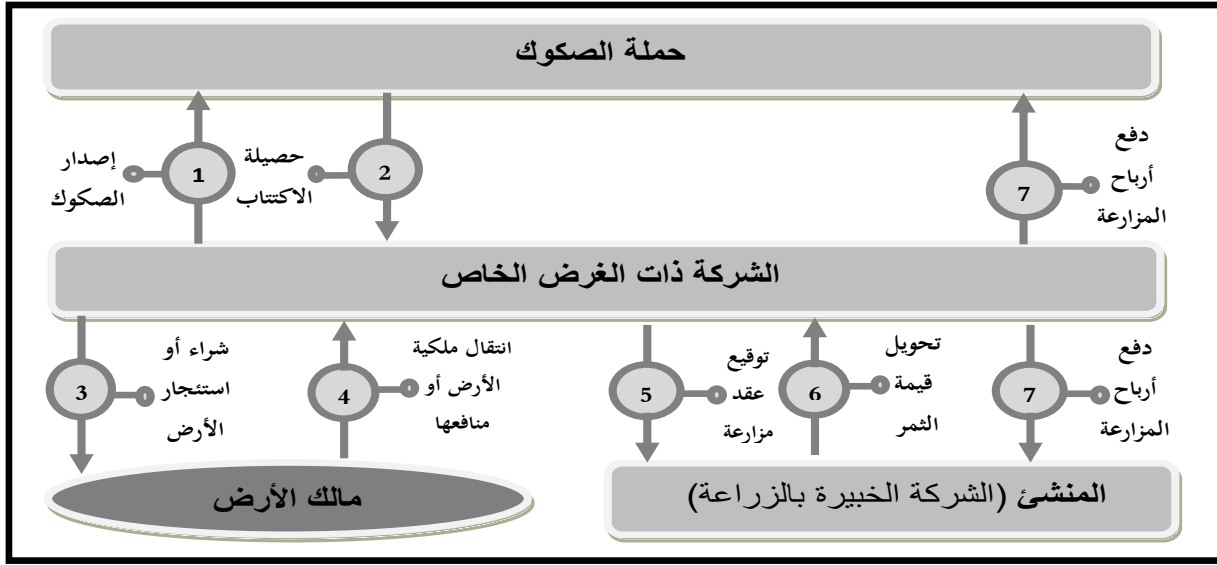
<sup>1</sup> خالد بن سعود الرشود، مرجع سابق، ص: 631.

## الفصل الأول الصكوك الإسلامية

الطريقة الثانية: يكون فيها المصدر للصكوك هو المزارع (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)<sup>1</sup>.

وفي الشكل التالي، مثال للخطوات التي تتضمنها هيكله صكوك المزارعة وفقاً للطريقة الثانية:

الشكل رقم (1-6): هيكل صكوك المزارعة (الطريقة الثانية)



المصدر: خالد بن سعود الرشود، مرجع سابق، ص: 633.

ومن خلال هذا الشكل، يتضح أن هيكله صكوك المزارعة وفق الطريقة الثانية؛ تمر بالخطوات التالية<sup>2</sup>:

- 1- تقوم شركة (SPV) بإصدار الصكوك، وفق نشرة الإصدار.
- 2- يكتتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل، ويفوضون شركة (SPV) بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم.
- 3- بعد جمع حصيلة الاكتتاب، تقوم شركة (SPV) بصفتها مدير الإصدار، نيابة عن حملة الصكوك باستئجار أو شراء أرض صالحة للزراعة.
- 4- يمتلك حملة الصكوك الأرض أو منفعتها.
- 5- تتولى شركة (SPV) نيابة عن حملة الصكوك، بتوقيع عقد مزارعة مع الشركة الخبيرة (المزارع)، التي تقوم على زراعة الأرض والقيام بكل ما يحتاج إلى ذلك، من حصاد الزرع، وتسويقه.

<sup>1</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 242.

<sup>2</sup> خالد بن سعود الرشود، مرجع سابق، ص: 632-633.

6- تتولى الشركة الخبيرة، جمع المحصول وبيعه، وإعطاء قيمته إلى شركة (SPV).

7- تقوم شركة (SPV) بدفع أرباح المزارعة في نهاية الموسم لحملة الصكوك والشركة الخبيرة حسب نسبة الربح المتفق عليها.

وفي حال كانت الأرض مملوكة لحملة الصكوك فإنه يمكن تجديد عقد المزارعة لأكثر من دورة إنتاج.

### ثانيا: صكوك المساقاة

هي: "وثائق متساوية عند إصدارها، تمثل عقد عمل للعناية بأشجار، مقابل جزء من الثمرة"<sup>1</sup>.

ويمكن إصدار صكوك المساقاة وفقا لطريقتين هما كما يلي:

الطريقة الأولى: يكون فيها المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر.

الطريقة الثانية: يكون فيها المصدر للصكوك هو المُساقِي (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار<sup>2</sup>.

### ثالثا: صكوك المغارسة

هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلب هذا الغرس من أعمال على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس".

ويمكن إصدار صكوك المغارسة وفقا لطريقتين هما كما يلي:

الطريقة الأولى: يكون فيها المصدر لتلك الصكوك هو مال أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 568.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 242.

الطريقة الثانية: يكون فيها المصدر للصكوك هو المغارس (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر<sup>1</sup>.

### المطلب الخامس: أنواع أخرى

#### أولاً: الصكوك المهجينة

هي شكل مبتكر من الصكوك تجمع في هيكلتها بين نوعين أو أكثر من عقود التمويل الإسلامي مثل الاستصناع والإجارة، المرابحة والإجارة وغيرها<sup>2</sup>.

#### ثانياً: الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم

هي: "صكوك ذات أجل معلوم، مع إعطاء حاملها حق الخيار بتحويل الصك إلى أسهم في رأس مال الشركة المصدرة للصكوك، على أساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند إصدار الصكوك، وفي الغالب يكون حامل الصك مخيراً بين استيفاء قيمة الصك وبين امتلاك أسهم في الشركة المصدرة، أما الشركة فلا خيار لها وهي ملزمة بتنفيذ ما يختار حامل الصك".

#### ثالثاً: الصكوك القابلة للتبديل بأسهم

هي: "صكوك ذات أجل معلوم، مع إعطاء حاملها حق الخيار بتحويل الصك إلى أسهم في رأس مال شركة أخرى غير الشركة المصدرة للصكوك، على أساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند إصدار الصكوك".

#### رابعاً: صكوك الحقوق المعنوية

هي: "أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية حقوق معنوية، تخول مالكيها منافع، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 240، 242.

<sup>2</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 13.

<sup>3</sup> حامد بن حسن ميرة، مرجع سابق، ص ص: 330، 337.

### خامسا: الصكوك الوقفية

هي: "وثائق أو شهادات خطية متساوية القيمة قابلة للتداول، تمثل المال الموقوف وتقوم على أساس عقد الوقف"<sup>1</sup>.

ومن خلال الصكوك الوقفية تتم تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد إلى أجزاء متساوية، ويدعى المحسنون للاكتتاب بها، والاكتتاب هنا معناه أن يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرع به في وجه مسمى من وجوه البر حددته نشرة الاكتتاب؛ وذلك عن طريق تعيين عدد الصكوك الوقفية الخيرية التي يرغب التبرع بها، والهدف من هذا الإجراء هو تعميم الممارسة الوقفية وتيسيرها؛ فلقد اقترن الوقف تاريخيا بالموسرين والأغنياء من أفراد المجتمع؛ حيث أنتجت الهندسة المالية في عصرنا الراهن أطرا جديدة للمشاركة عبر التصكيك، أمكن معها تفعيل الاشتراك في تمويل الوقف لتجعل منه ممارسة جماهيرية<sup>2</sup>.

### سادسا: صكوك الانتفاع

هي: "صكوك مشتقة من صكوك الإجارة، وهي عبارة عن وثيقة تعطي حاملها (صاحبها) الحق في الانتفاع بعين موصوفة (ملكية عقار غالبا) لفترة زمنية محددة من السنة خلال عدد محدد من السنوات، مما يخوله بيع واستثمار وتوريث وهبة الصك"<sup>3</sup>.

### سابعا: صكوك القرض الحسن

هي: "وثائق متساوية القيمة محددة المدة عادة ما تكون قصيرة الأجل يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تمويل حاجات عامة وإنفاقها على وجوه الخير ولا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما لتحقيق أغراض اجتماعية وإنسانية وتكافلية، ويملك حامل صك القرض الحسن حصة شائعة في دين، يضمن مصدره قيمته عند انتهاء أجله"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> هشام بن عزة: دور الصكوك الوقفية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد: 33، فيفري 2015، ص: 19.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 19.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد، مرجع سابق، ص: 90.

### المبحث الرابع: مخاطر الصكوك الإسلامية:

للمخاطر في المجال الاقتصادي عدة معانٍ تشترك معظمها في أنها: احتمالية تحقيق نتائج مخالفة لما هو مخطط له، وبالأخذ بهذا التعريف يمكن القول أن مخاطر الصكوك الإسلامية هي: احتمالية تحقيق نتائج لا تلي أهداف جميع أطراف التعامل بالصكوك الإسلامية.

ولمخاطر الصكوك الإسلامية عدة أنواع تختلف بحسب نوعها، فمخاطر صكوك المراجعة تختلف عن صكوك الشركة، وصكوك السلم عن المضاربة، والصكوك الهجينة عن الصكوك المكونة من عقد واحد. وبغض النظر عن هذه الاختلافات؛ توجد مخاطر مشتركة هي التي يختص بها هذا المبحث الذي قسمناه إلى المطالب التالية:

**المطلب الأول: المخاطر الائتمانية.**

**المطلب الثاني: مخاطر السوق.**

**المطلب الثالث: المخاطر التشغيلية.**

### المطلب الأول: المخاطر الائتمانية

تعرّف المخاطر الائتمانية بصفة عامة بأنها المخاطر الناشئة عن احتمال عدم وفاء الطرف الآخر في العقد بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها. وتنشأ هذه المخاطر إما لعدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته أو لعدم رغبته بذلك.

وتواجه الشركة ذات الغرض الخاص هذا النوع من المخاطر بالأخص في الصكوك الإسلامية التي تعتمد على عقود المدابنة. مثل: المراجعة، الاستصناع والإجارة، حيث يمكن أن تواجه الشركة ذات الغرض الخاص الحالات التالية:

- تأخير أو عدم سداد العميل ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المراجعة والإجارة.
- عدم رغبة العميل في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده، في استثمارات صكوك المراجعة إذا كان الوعد بالشراء غير ملزم.
- عدم رغبة العميل في استلام السلعة المستنعة في استثمارات صكوك الاستصناع إذا كان عقد الاستصناع غير ملزم.

- عدم توريد السلعة المتفق عليها وصفا وزمنا في صكوك السلم<sup>1</sup>.

أما الصكوك الإسلامية التي تعتمد على عقود المشاركات كالمضاربة والمشاركة؛ لا تكون الأموال التي تدفعها الشركة ذات الغرض الخاص إلى عميلها (المنشئ) ديوناً في ذمته. ولكنها قد تتضمن مخاطر ائتمانية في ثلاث حالات<sup>2</sup>:

**الأولى:** في حال التعدي أو التقصير؛ حيث يضمن المضارب أو الشريك الذي يدير مشروع الشركة رأس المال فينقلب إلى دين في ذمته.

**الثانية:** عند إنهاء المضاربة والتنضيض والقسمة يصبح نصيب رب المال (وهو الشركة ذات الغرض الخاص) مضموناً على العامل (المنشئ).

**الثالثة:** إذا استُخدمت أموال المضاربة والمشاركة في البيع الآجل وهو ما يقع في أكثر المضاربات، فيتحمل رب المال مخاطر ائتمانية غير مباشرة، متعلقة بقدرة عملاء المضاربة على التسديد.

### المطلب الثاني: مخاطر السوق

وهذه المخاطر ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها: سوق الإصدار وسوق التداول.

#### **أولاً: مخاطر سوق الأصول الحقيقية (السلع والخدمات)**

وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول ونظراً لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق<sup>3</sup>.

#### **ثانياً: مخاطر سوق الأموال**

التي تشمل المخاطر التالية:

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 146، 147. بتصرف.

<sup>2</sup> محمد علي القرى داغي: المخاطر الائتمانية في العمل المصرفي الإسلامي (دراسة فقهية اقتصادية)، متوفر على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.kantakji.com/media/3665/3346.htm> , 13/4/2015.

<sup>3</sup> عبد اللطيف بن عبد الحليم العبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 486. بتصرف

### 1- مخاطر سعر الفائدة (السعر المرجعي):

قد يبدو أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر السوق الناشئة عن التغيرات في سعر الفائدة طالما أنها لا تتعامل بسعر الفائدة في أنشطتها ومجالات استثمارها، كونها جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تتعامل بالفائدة، لكن؛ في الحقيقة تواجه هذا النوع من المخاطر بصورة غير مباشرة، فالصكوك الإسلامية قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعرا مرجعيا. ففي عقد المراجحة مثلا يتحدد هامش الربح بإضافة هامش المخاطرة إلى السعر المرجعي، وهو في العادة مؤشر ليبور وهو سعر الاقتراض الداخلي في سوق لندن المصرفي.

وعليه، تظهر مخاطر سعر الفائدة خاصة بالنسبة للصكوك التي تستند على الأصول ذات الدخل الثابت (الصكوك القائمة على صيغ البيوع أو الإجارة)، والذي يتحدد مرة واحدة طوال فترة العقد، بحيث إن تغير السعر المرجعي (مؤشر ليبور)، فلن يكون بالإمكان تغيير هامش الربح. فمثلا في حال ارتفاع أسعار المؤشر؛ يؤدي هذا إلى ارتفاع عوائد حملة الصكوك نظرا لربط العوائد بالمؤشر، إلا أن الأجرة الثابتة غير متغيرة بمؤشر. وبالتالي؛ فإن هذا من شأنه أن يجعل الصكوك ذات العائد الثابت نسبيا أقل جاذبية، ومن ثم يؤدي إلى انخفاض أسعارها<sup>1</sup>. وبالطبع فإن هذا القول لا يمكن التسليم به على إطلاقه، فهناك شريحة من المستثمرين لا يتأثرون بهذا التغيير، بل يقبلون التعامل بالصكوك الإسلامية بالرغم من تدني العائد، انطلاقا من التزامهم الديني بالحلال والحرام. ولكن تبقى في النهاية هناك شريحة من المستثمرين تستهويهم معدلات العائد المرتفع، والربحية العالية. ومثل هؤلاء هم الذين يفتقدون مصدر الصكوك الإسلامية<sup>2</sup>.

### 2- مخاطر سعر الصرف:

يمكن تعريف خطر سعر الصرف أنه خطر تسديد مبلغ أكبر أو تحصيل إيراد أقل، ناتج عن التعامل بعملة أخرى أجنبية لأجل -عدم إنهاء العملية في لحظتها-.

وعليه في ظل تعدد الأنشطة الاستثمارية للصكوك الإسلامية بمختلف العملات الأجنبية باعتبارها صناعة عالمية، فإن إمكانية تعرضها لمخاطر سعر الصرف وارد بقوة خصوصا في ظل التقلبات الشديدة التي تسجلها أسعار صرف العملات، وخصوصا أنه لا يمكن تحييد أثرها على صافي نتائج العمليات، مما يعرضها لخطر تقلب عوائدها نتيجة لضياح ما تحققه من أرباح جزئيا أو كليا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، مرجع سابق، ص: 151، 150. بتصرف.

<sup>2</sup> فضل عبد الكريم محمد: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص: 32-33، بتصرف.

<sup>3</sup> أحمد إسحاق الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، تخصص: اقتصاد ومصارف إسلامية، إربد -الأردن-، 2005، ص: 97.

### 3- مخاطر أسعار الأوراق المالية:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية<sup>1</sup>.

### 4- مخاطر التضخم:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة الانخفاض في القوة الشرائية للعملة نتيجة للزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة وعوائدها لانخفاض في قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات مكونات من الأعيان والمنافع والنقود والديون وذات عائد متغير في حالة صكوك المشاركات، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

أما في حالة الصكوك الإسلامية ذات العائد الثابت نسبيا كصكوك الإجارة تعتبر من أكثر أنواع الصكوك تعرضا لتأثير التضخم، وذلك من خلال انخفاض القيمة الحقيقية للعائد الدوري المتحقق لهذا النوع من الصكوك وقد يصل إلى ضياع قيمة العائد عند التضخم الجامح. وبشكل عام كلما زاد أجل الصكوك الإسلامية كانت أكثر عرضة لمخاطر التضخم<sup>2</sup>.

## المطلب الثالث: المخاطر التشغيلية

تعرف لجنة بازل للرقابة المصرفية المخاطر التشغيلية على أنها: مخاطر التعرض للخسائر التي تنجم عن عدم كفاية أو إخفاق العمليات الداخلية أو الأشخاص أو الأنظمة أو التي تنجم عن أحداث خارجية<sup>3</sup>.

وتواجه الاستثمارات المالية بشقيها التقليدية والإسلامية مخاطر تشغيلية واحدة، إلا أن هناك مخاطر تشغيلية إضافية ينفرد بها الاستثمار في الصكوك الإسلامية نتيجة لتعاملها بأحكام الشريعة الإسلامية، وأي خلل في نظام التشغيل بإمكانه أن يؤدي لنقص التدفقات النقدية مقارنة بما هو متوقع أو مستهدف، وبذلك يخلق مشاكل بين حملة الصكوك والجهة المصدرة للصكوك.

والمخاطر التشغيلية إما أن تنشأ بفعل عوامل خارجية عن سيطرة المشروع، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث الطبيعية في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة، أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة، وإما أن

<sup>1</sup> عبد اللطيف بن عبد الحليم العبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 488.

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد، مرجع سابق، ص: 151.

<sup>3</sup> عبد اللطيف بن عبد الحليم العبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 489.

## الفصل الأول الصكوك الإسلامية

تنشأ بفعل عوامل داخلية، كعدم كفاية التجهيزات أو الوسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدرية، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك، وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، ومن خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثاراً على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية<sup>1</sup>.

ويتضح مما سبق أن مخاطر التشغيل تضم العديد من الأنواع من بينها:

### أولاً: المخاطر الإدارية

وتسمى أيضاً بالمخاطر الفنية؛ وتنتج عن اتخاذ قرارات مالية واستثمارية خاطئة من شأنها أن تترك آثاراً عكسية على القيمة السوقية للصكوك الاستثمارية التي تصدرها المنشأة.

فمخاطر الإدارة -إذن- هي تلك المتصلة باتخاذ مدير الاستثمار قراراً مالياً أو استثمارياً يخالف ما تكون عليه الحالة الفنية للسوق أو السلعة أو العملة، وذلك بشراء السلعة أو بيعها بسعر أعلى أو أدنى مما يمكن أن يكون عليه السعر الحقيقي لأسباب فنية إدارة بحتة، الأمر الذي يصعب معه توقع أرباح مناسبة برغم ما توصي به وتشير إليه جهود التحليل الأساسي التي تهتم بتفسير العلاقة بين الطلب والعرض، وأساس تحرك الأسعار في الظروف العادية، وبالتالي بيان المستوى السعري المناسب أو المتوقع<sup>2</sup>.

### ثانياً: المخاطر القانونية

تنشأ المخاطر القانونية نتيجة مجموعة من الأسباب تختلف بحسب ما إذا كان الإصدار محلياً أو دولياً، وذلك على النحو التالي:

**1- بالنسبة للإصدارات المحلية:** فإن المخاطر القانونية تنشأ نتيجة عدم وجود إطار قانوني ينظم عمليات التصكيك في الدولة التي تجري العملية في حدودها الجغرافية، يوضح مهام وواجبات المؤسسة العاملة في مجال التصكيك، وعلاقتها مع السلطات الرقابية، وبيان حقوق جميع الأطراف المشاركة في عملية التصكيك.

حيث يترك التعامل بالصكوك للاجتهاد، ويتوقف على مدى الخبرات المتوفرة والظروف الحاكمة، وحتى بالنسبة للدول التي صدر لها إطار تشريعي للصكوك يلاحظ أن هذا الإطار لم يستكمل بعد، ويحتاج إلى مزيد من الضبط والصياغة القانونية السليمة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد، مرجع سابق، ص: 170، 169.

<sup>2</sup> أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص: 98.

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد، مرجع سابق، ص: 174. بتصرف.

**2- بالنسبة للإصدارات الدولية:** فإن المخاطر القانونية تنشأ نتيجة استبعاد القاضي البريطاني لأحكام الشريعة الإسلامية؛ حيث أن غالبية إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية تنص على أن الاختصاص القضائي هو المحاكم البريطانية وأن القانون الواجب التطبيق هو القانون البريطاني مع ذكر عبارة "بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية" وهي بمثابة تقييد للقاضي البريطاني. غير أن الواقع أثبت محدودية هذا التقييد. واستبعاد تطبيق أحكام الشريعة في العقود الدولية يمكن أن يأخذ عدة صور:

**الصورة الأولى:** عدم تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية مطلقاً بحجة عدم تقنين أحكامها؛ وبالرغم من صحة هذه الحجة إلى درجة كبيرة، فإن الغريب هو أنها تأتي من مدرسة قانونية لا يعتمد نظامها القانوني على التقنين، بل يعتمد على السوابق والأعراف، ونعني بذلك المدرسة القانونية البريطانية. كما أن الحرص على إيجاد الحلول المناسبة والتقييد بشروط العقد يدفع بالقاضي إلى البحث على بعض المراجع العامة في فقه المعاملات وهي متاحة. ومن هذه المراجع القرارات الصادرة عن المجمع الفقهي. وقد شملت تلك القرارات مبادئ أساسية في فقه المعاملات، وهي قرارات عادة مترجمة إلى اللغة الإنجليزية.

**الصورة الثانية:** قراءة الشروط وفق منظور ضيق. من ذلك تفسير الشرط المزدوج على أنه يمنح القاضي اختياراً بين القانون الإنجليزي والشريعة الإسلامية. وبما أن القاضي يفترض أن يكون ملماً بقانونه الوطني قبل أي قانون آخر؛ فإنه سيعمل على تطبيق القانون البريطاني واستبعاد غيره.

**الصورة الثالثة:** القبول بتطبيق أحكام الشريعة لكن بطريقة غير موفقة<sup>1</sup>.

وما ينتج عن أغلب هذه الأسباب؛ لجوء المحاكم إلى تكييف الصكوك على نمط ما هو شائع في السوق؛ أي على أنها سندات - دون الأخذ بقاعدة "العقد شريعة المتعاقدين"-، وبالتالي يصبح حملة الصكوك وفق هذا التكييف لهم صفة الدائن إزاء المصدر بصفته مديناً، وهو ما يفقدهم حقهم في تملك الأصول، ويؤدي إلى إحداث زعزعة في السوق تكون بمثابة خيبة أمل لكل الأطراف بما فيهم حملة الصكوك الذين أرادوا الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الستار الخويلدي: الجوانب القانونية المتعلقة بإصدار الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمقتضيات القانونية والمحاسبية، تونس، يومي: 28-29 مارس 2015، ص: 11. عبد الستار الخويلدي: التحديات العامة للصناعة المصرفية الإسلامية بعامة والتحديات المرتبطة بالصكوك السيادية وشبه السيادية بخاصة، حلقة عمل: الصكوك الإسلامية: طبيعتها وتطبيقاتها، مجلس دبي الاقتصادي، دبي - الإمارات العربية المتحدة-، 31 مارس 2010، ص: 5.

<sup>2</sup> عبد الستار الخويلدي: الجوانب القانونية المتعلقة بإصدار الصكوك، مرجع سابق، ص ص: 14، 18. بتصرف

### ثالثاً: المخاطر الشرعية

كما هو معلوم فإن الصكوك أداة مالية بُنيت على أحكام الشريعة الإسلامية، وبناءً عليه فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فقد يتم تصويب المخالفة، كما يمكن أن يؤدي إلى بطلان عملية الصكوك برمتها، ويترتب عن هذا البطلان (أو مجرد الشك في شرعية العملية) المساس بسمعة الصكوك في السوق ومصدرها.

وصور المخالفات الشرعية في الصكوك كثيرة منها عدم احترام مكونات الصك إذا كانت مكوناته ديون مرابحات وأصولاً مؤجرة، إذ يجب في هذه الحالة ألا تزيد نسبة الديون عن ثلث مكونات الصك طوال مدة الصك. كما أن هناك بعض الممارسات التي تضعف قيمة الصكوك وتجعلها ملتبسة مع السندات التقليدية. ومن ذلك التزام مدير الصكوك بتقديم قرض لحملة الصكوك عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع. وهذا ما دفع المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة سنة 2008 لإعادة النظر في بعض المسائل المتعلقة بالصكوك ومنها عدم جواز التزام مدير الصكوك سواء أكان مضارباً أم شريكاً أم وكيلاً بالاستثمار بأن يقدم لحملة الصكوك قرضاً عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع مع جواز تغطية حالة النقص بالاحتياطي بشرط أن يكون ذلك منصوصاً عليه في نشرة الاكتتاب<sup>1</sup>.

ومن بين الأسباب التي تؤدي إلى الوقوع في مخاطر شرعية، ما يلي:

- قلة عدد الفقهاء المتخصصين في مجال المعاملات المصرفية والمسائل الاقتصادية، مما يؤدي إلى قصور أداء الهيئات الشرعية.
- اكتفاء الهيئات الشرعية بالفتوى، دون النظر في مدى إلزامية العمل بهذه الفتوى وبمختلف الضوابط الشرعية التي تضعها هذه الهيئات.
- خضوع بعض الهيئات للضغوط التي تمارسها المؤسسات عليها من أجل إباحة بعض العقود المخالفة للضوابط الشرعية، أو التي لا يسندها سوى قول مرجوح، بل ربما مهجور<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الستار الخويلدي: التحديات العامة للصناعة المصرفية الإسلامية بعامية والتحديات المرتبطة بالصكوك السيادية وشبه السيادية بخاصة، مرجع سابق، ص 20-21.

<sup>2</sup> عبد اللطيف بن عبد الحليم العبد اللطيف، مرجع سابق، ص ص: 477، 478.

### خلاصة الفصل:

تعتبر الصكوك الإسلامية أحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وهي أداة مالية واستثمارية قائمة على مبادئ الشريعة الإسلامية تم ابتكارها لتكون بديلا عن السندات الربوية التقليدية. وأهم ما يميز الصكوك الإسلامية عن نظيرتها التقليدية هو أنها أدوات قائمة على القاعدة الشرعية "الغنم بالغرم" حيث يشارك حاملها في الربح والخسارة الناتجة عن استثمار حصيلة الصكوك بعكس السندات التي تضمن لحاملها رأس المال والفوائد.

ومنتج الصكوك الإسلامية تشارك في عملية إصداره عدة أطراف على مراحل مختلفة. كما تستخدمه أطراف عدة لتلبية أغراضها المختلفة حيث تستخدمه الشركات في تنوع مصادر تمويلها وللتصدي للعقبات التمويلية التي تواجهها من قبل أنظمة التمويل التقليدية. أما البنوك فتستخدمه لجذب رؤوس الأموال المستقرة لأجل طويل حتى تتمكن من الدخول في مشاريع استثمارية طويلة الأجل وتساهم بذلك في التنمية الاقتصادية، أو تستخدم هذا المنتج من أجل إدارة سيولتها وأيضاً إدارة المخاطر. وفيما يخص الحكومات فإنها تلجأ لاستخدام الصكوك للتحكم في المعروض من النقود، أو للتخفيف من أعبائها التمويلية بإشراك كافة فئات المجتمع في عملية تمويل المشاريع الاستثمارية للدولة.

والمشاركة في الصكوك الإسلامية توفر مزايا عديدة سواء للمصدرين لها أو للمستثمرين فيها كما أن للتعامل بها آثار إيجابية عدة على الاقتصاد ككل وعلى الأسواق المالية دون إغفال أنه كأى منتج مالي يحاط التعامل بالصكوك الإسلامية بعدة مخاطر ينبغي التحوط تجاهها بسبل التحوط الممكنة حتى تؤدي الغرض منها على أكمل وجه وحتى تكون لها تلك الآثار المنشودة.

وبعد ما تم تناوله في هذا الفصل يمكننا طرح التساؤل حول ما إذا كان الاقتصاد الجزائري الذي هو المعنى بهذه الدراسة في حاجة فعلية للاستفادة من المزايا والآثار الإيجابية التي تقدمها الصكوك الإسلامية وإجابة هذا السؤال تكون بدراسة واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري وتحديد الحاجات التمويلية فيه وهو ما سيتم تناوله في الفصل التالي وذلك لتحديد جدوى استخدام الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري كمصدر تمويلي جديد قبل الخوض في أي تفاصيل تتعلق بمتطلبات إدماج الصكوك الإسلامية ليُتعامل بها في الاقتصاد الجزائري.

الفصل الثاني:

واقع التمويل في الاقتصاد

الجزائري

### تمهيد:

إن للتمويل دورا بالغ الأهمية في عملية التنمية المستدامة، فحتى تتمكن الدول من تحقيق أهدافها التنموية يتوجب عليها توفير الموارد المالية الكافية وفي الوقت المناسب لأجل ذلك، وأي قصور سيجعل الدولة مخيرة بين القبول بمعدل نمو منخفض بما تسمح به الموارد المالية المتوفرة لديها، أو تقليص استثماراتها مما يؤثر على العملية التنموية، أو البحث عن مصادر تمويلية جديدة تغطي من خلالها احتياجاتها التمويلية.

والجزائر كغيرها من الدول كانت ولازالت تطمح لتحقيق نمو اقتصادي يؤهلها للاندماج في الاقتصاد العالمي ومع تأميمها لقطاع المحروقات في 1971 أخذت تعتمد على مداخل تصدير المحروقات كمصدر تمويلي وحيد لمختلف مخططاتها التنموية. ونظرا لأن عائدات المحروقات تتأثر بعوامل خارجية لا يمكن التحكم فيها، فقد أدى انهيار أسعار البترول في الأسواق العالمية سنة 1986 إلى تراجع الحصيلة المالية من الجباية البترولية، ومن ثم تقلص الموارد المالية للدولة وهذا ما عرقل عملية تنفيذ المخططات التنموية المبرمجة في تلك الفترة، وتسبب في إحداث اختلالات هيكلية على مستوى الاقتصاد ودخول الدولة في نفق المديونية الخارجية.

ونتيجة للآثار السلبية الناتجة عن الأزمة النفطية لسنة 1986؛ ارتأت الدولة ضرورة التوجه نحو تقليص دور الخزينة المتعاضم في تمويل الاستثمارات، وإشراك الجهاز المصرفي في توفير الموارد المالية الضرورية للتنمية، فقامت بإجراء إصلاحات هيكلية في جهازها المصرفي للرفع من قدرته على تجميع المدخرات المالية، وكلما اتضح لها قصور تلك الإصلاحات قامت بإحداث تعديلات عليها إلى غاية الإصلاح المصرفي لسنة 1990 الذي أكسب البنوك دورا هاما في مجال الوساطة المالية سواء من ناحية جمع المدخرات المالية أو في جانب توظيف واستثمار تلك المدخرات. وقد كان هذا الإصلاح ضمن مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الجزائر في تلك الفترة في إطار التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق.

وفي الوقت نفسه الذي اتجهت فيه الدولة نحو تخفيف العبء الملقى على عاتقها من خلال إشراك الجهاز المصرفي، بدأت تطفو على الساحة فكرة إنشاء سوق رأس مالي يزيد من قدرة الدولة على تنويع مصادر التمويل في الاقتصاد ويُحقق من خلالها إحدى متطلبات التحول المنشود نحو اقتصاد السوق وقد تم تجسيد هذه الفكرة على مراحل إلى أن تمت الانطلاقة الفعلية للسوق في سنة 1996.

وبعد مرور سنوات على إحداث إصلاحات في الجهاز المصرفي وبدأ سوق رأس المال في العمل؛ عادت مجددا أسعار البترول في الانتعاش وبدأت على إثرها الجزائر في تنفيذ سياسة تنموية جديدة استمرت من سنة 2001 إلى غاية سنة 2014. ومع نهاية هذه الأخيرة بدأت تلوح في الأفق بوادر أزمة نفطية جديدة مع انهيار أسعار النفط في الأسواق العالمية، مما تسبب في تراجع عائدات الدولة من المحروقات في الفترة التي تلت ذلك.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

ونظرا للظروف الصعبة التي يمر بها الاقتصاد الجزائري، فإنه من الأهمية بمكان إجراء تشخيص لواقع التمويل فيه، سواء من قبل الخزينة العمومية أو الجهاز المصرفي أو سوق رأس المال، خلال فترة انتعاش أسعار البترول التي تزامنت مع تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي، وأيضا خلال الفترة التي تلت ذلك، وذلك من أجل تحديد مدى قدرة الدولة على الاستمرار في تمويل التنمية في المستقبل بنفس الطريقة المستعملة في الفترة 2001-2016، ومن ثم معرفة مدى الحاجة لمصادر تمويلية جديدة وجدوى استخدام الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري.

وبناءً على ما سبق؛ تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** واقع التمويل عن طريق الخزينة العمومية.

**المبحث الثاني:** واقع التمويل عن طريق النظام البنكي.

**المبحث الثالث:** واقع التمويل عن طريق سوق رأس المال.

## المبحث الأول: واقع التمويل عن طريق الخزينة العمومية

إن الخزينة العمومية هي هيئة تابعة لوزارة المالية، مهمتها الأساسية تتمثل في تمويل الاستثمارات العمومية المخططة من قبل الدولة؛ حيث تعمل على تحصيل الإيرادات العامة وتوجيهها نحو أوجه الإنفاق المحددة في الميزانية. وفي حال عدم تغطية الإيرادات المحصلة لكامل النفقات المخططة، يتوجب على الخزينة توفير الموارد المالية اللازمة لتغطية هذا العجز؛ أي توفير التمويل الكافي لخطة الحكومة الإنمائية السنوية، وذلك بمختلف الطرق المتاحة لديها.

وبناءً على ما سبق؛ وحتى نقف على واقع التمويل عن طريق الخزينة العمومية الجزائرية خلال الفترة ما بين 2001-2016، قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

**المطلب الأول: الإيرادات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016).**

**المطلب الثاني: النفقات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016).**

**المطلب الثالث: تمويل النفقات العامة للدولة.**

## المطلب الأول: الإيرادات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016)

**أولاً: مفهوم الإيرادات العامة**

تعرف الإيرادات العامة على أنها: " مجموعة الدخول التي تحصل عليها الدولة من المصادر المختلفة من أجل تغطية نفقاتها العامة، وتحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي"<sup>1</sup>.

وعند الاطلاع على جدول عمليات الخزينة العمومية للجزائر نجد أن إجمالي الإيرادات العامة تضم العناصر

التالية:

**1- إيرادات المحروقات**

**2- إيرادات خارج المحروقات: والتي بدورها تضم كلا من:**

- **الإيرادات الجبائية، التي تشمل: الضريبة على المداخيل والأرباح، والضريبة على السلع والخدمات،**

**والحقوق الجمركية، وتسجيلات وطوابع.**

<sup>1</sup> محرز محمد عباس: اقتصاديات المالية العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط 5، الجزائر، 2012، ص: 115.

## الفصل الثاني - واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- الإيرادات غير الجبائية، التي تشمل: حاصل أملاك الدولة وأرباح بنك الجزائر والمؤسسات العمومية الأخرى.

بصفة عامة كلما توفرت لدى الدولة موارد مالية بكثرة، كلما سهُل عليها أداء مهامها المختلفة بأريحية، والعكس بالعكس. وبالنسبة للجزائر فقد عرفت إيراداتها العامة تطورات كبيرة خلال الفترة ما بين 2001-2016 وذلك ما سنوضحه فيما يلي:

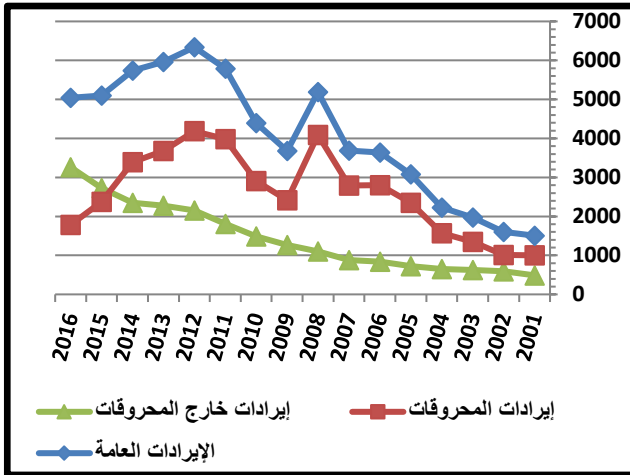
### ثانيا: تطور الإيرادات العامة للجزائر خلال الفترة (2001 - 2016)

من أجل التعرف على واقع تطور الإيرادات العامة للجزائر خلال الفترة (2001 - 2016)، قمنا بإدراج

الشكلين التاليين:

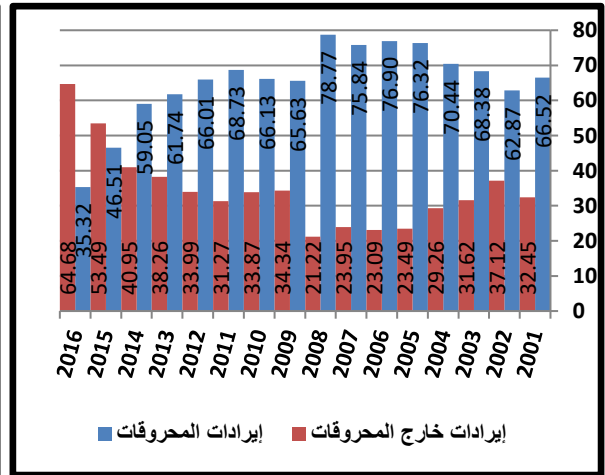
الشكل رقم (2-2): تطور الإيرادات العامة خلال  
الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج



الشكل رقم (2-1): هيكل الإيرادات العامة  
خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: (%)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات الملحق رقم (1) المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (1).

من خلال الشكلين السابقين وبيانات الملحق رقم (1) نلاحظ ما يلي:

- هيمنت إيرادات المحروقات على أكبر حصة من موارد الميزانية العامة. حيث تراوحت نسبة مساهمة إيرادات المحروقات في حصيلة الإيرادات العامة خلال الفترة (2001 - 2016) ما بين 35.32% و 78.77%، بمتوسط قدره 64.20%. وفي مقابل ذلك؛ تراوحت نسبة مساهمة الإيرادات خارج المحروقات في حصيلة الإيرادات العامة خلال الفترة نفسها ما بين 21.22% و 64.68% بمتوسط 33.08%. وقد بلغت في السنوات الأخيرة معدلات مرتفعة مقارنة مع باقي السنوات، غير أن ما يلاحظ على هذه النسبة أنها ترتفع في الغالب نتيجة تراجع إيرادات المحروقات بنسبة تفوق الزيادة في الإيرادات خارج المحروقات،

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

وليس نتيجة الزيادة الكبيرة في حصيلة هذه الأخيرة، وهو ما حدث في أغلب السنوات التي سجلت فيها النسبة ارتفاعا، فعلى سبيل المثال في سنة 2014 بالرغم من أن الإيرادات خارج المحروقات قد سجلت أضعف نسبة زيادة لها خلال الفترة (2001-2016) وهي 3.1%، إلا أن نسبتها مقارنة بإجمالي الإيرادات كانت من بين أكبر النسب المسجلة؛ حيث فاقت الأربعين بالمئة (40.95%)، وهذا ما يفسر أن السبب في الزيادة هو التراجع في إيرادات المحروقات الذي قدر بـ 7.88%، وليس الزيادة في الإيرادات خارج المحروقات.

— تسجيل إيرادات المحروقات لتقلبات عدة خلال الفترة ما بين 2001-2016 بخلاف الإيرادات خارج المحروقات التي شهدت تزايدا مستمرا طيلة هذه الفترة، حيث انتقلت حصيلتها من 488.5 مليار دج سنة 2001 إلى 3261.1 مليار دج سنة 2016.

— إن النمو في الإيرادات العامة مر بمرحلتين:

المرحلة الأولى: من 2001 إلى 2012: حيث سجلت الإيرادات العامة خلال هذه المرحلة نموا مستمرا - باستثناء الانخفاض المسجل سنة 2009-، حيث انتقلت من 1505.5 مليار دج سنة 2001 إلى 6339.3 مليار دج سنة 2012 محققة بذلك زيادة قدرها 321.08%.

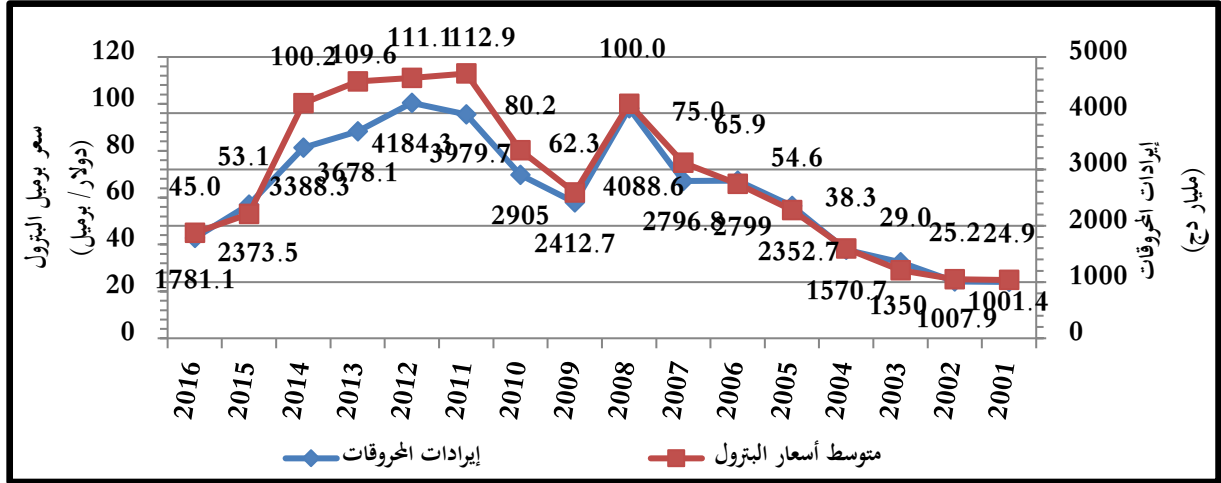
المرحلة الثانية: ما بعد 2012: في هذه المرحلة سجلت الإيرادات العامة تراجعا تدريجيا إلى أن وصلت في 2016 إلى 5042.2 مليار دج مسجلة بذلك تراجعا قدره 20.46% عما كانت عليه في 2012.

والنمو في الإيرادات العامة مرتبط ارتباطا وثيقا بالنمو في إيرادات المحروقات حيث أن أي تغير في هذه الإيرادات؛ يتبعه تغير في الاتجاه نفسه في الإيرادات العامة - باستثناء سنة 2007-. فمثلا بانخفاض إيرادات المحروقات سنة 2009 من 4088 مليار دج إلى 2412.7 مليار دج، انخفضت الإيرادات العامة من 5190.5 مليار دج إلى 3676 مليار دينار. وذلك بالرغم من الزيادة في الإيرادات خارج المحروقات. ويرجع سبب ذلك إلى أن الزيادة في هذه الأخيرة لا تعطي النقص الكبير في إيرادات المحروقات الذي بلغ 1675.92 مليار دج.

ومن خلال التحليلات السابقة يتضح لنا أن الجزائر طيلة الفترة من 2001 إلى 2016 لم توفر موارد تعوض بها النقص في إيرادات المحروقات، وذلك حتى في السنوات التي سجلت فيها نسبة الإيرادات خارج المحروقات إلى إجمالي الإيرادات معدلات مرتفعة، وهو ما جعل الإيرادات العامة رهينة التقلبات في إيرادات المحروقات.

وللتقلب في إيرادات المحروقات ومن ثم في الإيرادات العامة عدة أسباب أهمها تقلب أسعار المحروقات خاصة منها أسعار البترول. والشكل التالي يوضح ذلك جليا:

الشكل رقم (2-3): تطور متوسط أسعار البترول مقابل إيرادات المحروقات خلال الفترة (2001-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات بنك الجزائر: تقارير التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر للسنوات: 2002، 2004، 2006، 2010، 2014، 2015، 2016.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن إيرادات المحروقات ترتبط ارتباطا وثيقا بأسعار البترول في الأسواق العالمية، بحيث أن كل تغير في أسعار البترول يتبعه مباشرة تغير في نفس الاتجاه في إيرادات المحروقات. فنجد أنه خلال الفترة من 2001 إلى 2012 كانت أسعار البترول تتجه نحو الارتفاع وهو الأمر نفسه المسجل على مستوى إيرادات المحروقات التي لم تنخفض طيلة هذه الفترة سوى في سنة 2009 وهي السنة الوحيدة التي انخفضت فيها أسعار البترول خلال هذه الفترة وكان ذلك نتيجة تراجع الطلب العالمي على البترول الناتج عن الأزمة الاقتصادية لسنة 2008. أما بعد 2012 فنجد أن أسعار البترول قد بدأت في التراجع وقد كان هذا التراجع في البداية بنسب قليلة بحيث بقيت أسعار البترول مرتفعة وهو ما تم تسجيله أيضا على مستوى إيرادات المحروقات. وقد استمر الأمر على هذا النحو إلى غاية سنة 2014 وبالتحديد في النصف الثاني من هذه السنة حيث أخذت أسعار البترول في التراجع بشكل كبير منتقلة من متوسط شهري لسعر النفط يفوق 113 دولارا في جويلية 2014 إلى 96.02 دولارا في سبتمبر 2014 ليهوي بعد ذلك إلى 57.98 دولارا في ديسمبر 2014. وهذه كانت بداية الأزمة النفطية التي أدت إلى تراجع الإيرادات البترولية ومن ثم تراجع الإيرادات العامة، حيث استمرت أسعار البترول في التراجع بعد ذلك ليصل سعر البترول لأدنى مستوى له في جانفي 2016 بـ 31.1 دولارا للبرميل ويرتفع بعدها ليصل في ديسمبر 2016 إلى 53.96 دولارا للبرميل. وبالمتوسط السنوي فقد انتقلت أسعار البترول الخام من 100.2 دولارا في 2014 إلى 53.1 دولارا في 2015 ثم إلى 45 دولارا للبرميل في 2016.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

ويستثنى من هذا كله ما حدث في 2012، حيث بالرغم من انخفاض أسعار البترول نجد أن هناك زيادة في إيرادات المحروقات غير أن سبب ذلك لا يخرج عن كونه زيادة في أسعار أحد أنواع المحروقات وهو الغاز الطبيعي الذي ارتفع بنسبة 11.5%؛ مما عوض التراجع في أسعار البترول<sup>1</sup>.

وبالتالي يتضح لنا من خلال التحليل السابق أن التقلب في إيرادات المحروقات، ومن ثم في الإيرادات العامة هو في الأساس نتاج تقلب أسعار المحروقات بصفة عامة، والبترول بصفة خاصة. وهذا معناه أن الموارد العامة للدولة طيلة الفترة 2001-2016 كانت تتحدد بناءً على عوامل خارجية لا يمكن التحكم فيها.

وارتباط إيرادات الجزائر بأسعار النفط ليس بالأمر الجديد وهذا كما بيناه في تمهيد هذا الفصل؛ فمنذ تأميم الجزائر لقطاع النفط سنة 1971 وهي على هذا الحال. مما جعلها عرضة لعدة صدمات خارجية إيجابية مثل: صدمة 1973-1974 وصدمة 1979-1980. وأخرى سلبية والتي تعرف بالصدمة النفطية العكسية مثل: صدمة 1986 وصدمة 1997-1998. وإذا كانت الصدمات الإيجابية توفر للدولة موارد مالية إضافية فإن الصدمات النفطية السلبية كانت في كل مرة تكشف هشاشة الاقتصاد الجزائري وارتباطه بالبترول، فمثلا بمجرد انهيار أسعار النفط سنة 1986؛ انخفضت قيمة الصادرات البترولية الجزائرية وانخفضت قيمة الجباية البترولية، وهو ما أثر بشكل مباشر على الميزانية العامة، والاستثمار العمومي، والمديونية الداخلية، وبشكل غير مباشر على الناتج الداخلي الخام، والبطالة والتضخم<sup>2</sup>.

وإثر الظروف الاقتصادية الصعبة التي خلفتها الأزمات النفطية خاصة منها أزمة 1986؛ ولكي تحتاط الدولة تجاه التقلبات المستمرة في أسعار النفط قامت بجملة أمور من ضمنها: إجراء إصلاحات عميقة على نظامها الضريبي وكذا إنشاء صندوق لضبط الإيرادات.

### 1- إجراء إصلاحات عميقة على النظام الضريبي:

حيث قامت الدولة بإجراء إصلاحات ضريبية بشكل يتماشى مع الإصلاحات الاقتصادية لتلك الفترة للانتقال نحو اقتصاد السوق. وقد كان الهدف من تلك الإصلاحات:

- زيادة النمو الاقتصادي.

- رفع إيرادات الضرائب، الناتجة عن زيادة النشاط الاقتصادي، وارتفاع الدخل الحقيقية للمؤسسات؛ وليس الناتجة عن رفع معدلات الضرائب المفروضة.

<sup>1</sup> بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2012، نوفمبر 2013، ص: 39.

<sup>2</sup> كمال رزيق، سمير عمور: (تقييم عملية إحلال الجباية العادية محل الجباية البترولية في الجزائر)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 5، جامعة الشلف، جانفي 2008، ص: 320.

## الفصل الثاني - واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- توفير نظام ضريبي واضح وعادل وشفاف، غير معقد ومستقر، قادر على كسب ثقة المكلفين، بالشكل الذي يخفف آثار التهرب الضريبي، ويزيد حصيلة إيرادات الضرائب.

وهذه الأهداف إنما وضعت لتحقيق الهدف الرئيس لهذه الإصلاحات، والمتمثل في إحلال الجباية العادية (الجبابة خارج المحروقات) محل الجباية البترولية، وجعل إيرادات الجباية العادية كفيلاً بتغطية نفقات التسيير<sup>1</sup>.

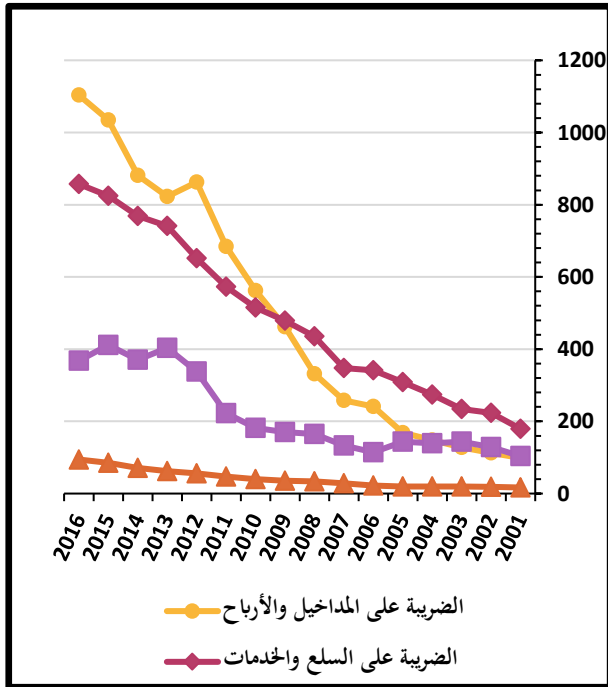
ورغم أن هذه الإصلاحات كانت انطلاقتها في بداية تسعينات القرن الماضي، إلا أنه لحد الآن لم تؤتي ثمارها كما يجب، حيث لاحظنا من التحليلات السابقة أن الجباية البترولية مهيمنة على إيرادات الدولة ومن ثم فإن الجباية العادية لا تزال دون الطموحات، ودون المستوى الذي يحقق هدف إحلال هذه الجباية محل الجباية البترولية.

وفيما يلي تحليل لهيكل الجباية العادية وأسباب بقائها دون الطموحات رغم النمو الذي حققته خلال الفترة ما

بين 2001-2016.

الشكل رقم (2-5): هيكل الجباية العادية خلال الفترة: (2016-2001)

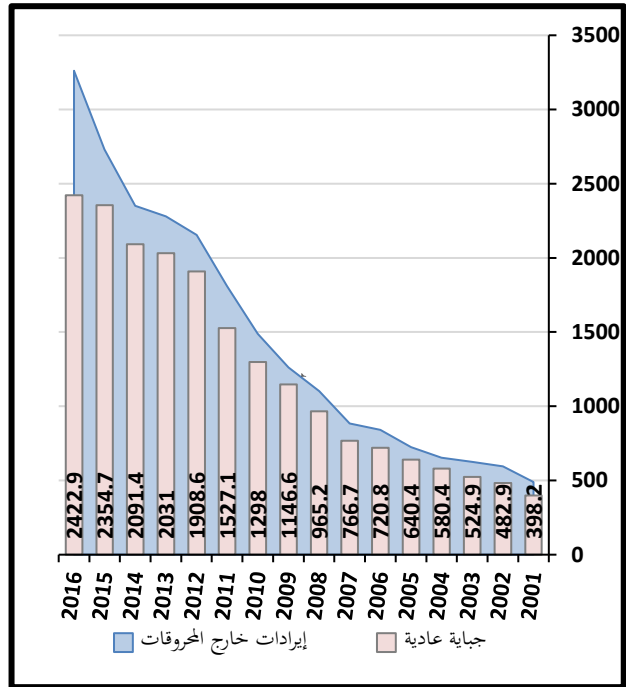
الوحدة: مليار دج



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (1).

الشكل رقم (2-4): تطور الجباية العادية خلال الفترة: (2016-2001)

الوحدة: مليار دج



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (1).

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 324، 326.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

يتضح لنا من خلال الشكلين السابقين ما يلي:

- أن الجباية العادية كانت في تزايد مستمر خلال الفترة من 2001 إلى 2016؛ حيث انتقلت قيمتها من 398.2 مليار دج في 2001 إلى 2422.9 مليار دج في 2016، ما يعني أنها تضاعفت بأكثر من 5 مرات. كما يتضح لنا أنها قد سيطرت على إجمالي الإيرادات خارج المحروقات طيلة فترة الدراسة.

- أن الجباية العادية تتركز بدرجة كبيرة على كل من الضريبة على السلع والخدمات (41.31% كمتوسط) والضريبة على المداخيل والأرباح (34.68% كمتوسط)، وبدرجة أقل على الحقوق الجمركية (18.79%). أما التسجيلات والطوابع فإن مساهمتها ضعيفة جدا (3.40% كمتوسط).

وفيما يخص الضريبة على السلع والخدمات فقد عرفت تزايدا مستمرا حيث انتقلت من 179.2 مليار دج سنة 2001، إلى 857.2 مليار دج سنة 2016. وبالرغم من هذا التزايد فإن حصيلة هذه الضريبة تبقى ضعيفة وتعارض من جهة مع زيادة القيمة المضافة المسوقة الناجمة عن قطاع خارج المحروقات، ومن جهة أخرى مع هيكل نفس الضريبة لدى تقريبا كل الاقتصاديات المتقدمة والناشئة<sup>1</sup>.

أما بالنسبة للضريبة على المداخيل والأرباح فقد عرفت هي الأخرى تزايدا طيلة فترة التحليل - باستثناء الانخفاض الذي سجلته سنة 2013، إذ كانت تقدر سنة 2001 بـ 98.5 مليار دج، لتنتقل سنة 2016 إلى 1103.8 مليار دج أي أنها تضاعفت بأكثر من 10 مرات. ورغم ذلك يشير تقرير بنك الجزائر إلى وجود ضعف في مستوى تحصيل هذه الضرائب، بشكل يتعارض مع حصة وتطور صافي فوائض الاستغلال في القيمة المضافة الصافية للأنشطة الحقيقية خارج المحروقات والفلاحة.

ومن أسباب ضعف حصيلة الجباية العادية، وعدم تحقيق هدف إحلال هذه الجباية محل الجباية البترولية نذكر ما يلي<sup>2</sup>:

- كثرة الإعفاءات والتخفيضات الرامية إلى تشجيع الاستثمار والتصدير والتشغيل مما خلق حالة من السعي نحو الاستفادة من هذه المزايا، حتى باللجوء إلى الغش والاحتتيال أحيانا.

- وجود توجه كبير نحو التهرب الضريبي الناجم عن الحجم الكبير للقطاع الموازي، وعن وجود بعض الأسباب التاريخية، السياسية والاجتماعية مع ضعف تأهيل الإدارة الضريبية.

- ارتفاع حدة التضخم وتدهور قيمة العملة الوطنية، مما يخفض القيمة الحقيقية لحصيلة الضرائب.

<sup>1</sup> بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2013، نوفمبر 2014، ص: 88-89.

<sup>2</sup> معط الله أمال: آثار السياسة المالية على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر (1970-2012)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الاقتصاد الكمي، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، 2014-2015، ص: 262، 266.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- تواضع مساهمة القطاعات خارج المحروقات في الناتج الداخلي الخام، مما انعكس سلبا على مردودية الجباية العادية.

### 2- إنشاء صندوق لضبط الإيرادات:

حيث قامت الدولة سنة 2000 بإنشاء صندوق ثروة سيادية أسمته "صندوق ضبط الإيرادات"<sup>1</sup> الهدف من إنشائه هو امتصاص فوائض الجباية البترولية الناتجة عن الفرق بين إيرادات الجباية البترولية الفعلية وإيراداتها التقديرية، فعند إعداد الميزانية العامة للدولة يتم الاعتماد على سعر مرجعي\* تقدر من خلاله إيرادات الجباية البترولية، وما تحصله فوق هذا السعر من إيرادات خلال السنة يتم توجيهه نحو صندوق ضبط الإيرادات.

وقد أضاف قانون المالية لسنة 2004 مصدرا تمويليا آخر للصندوق تمثل في تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية الخارجية<sup>1</sup>، غير أنه منذ ذلك الحين وإلى يومنا هذا لم يتم تسجيل في جانب موارد الصندوق أي مبلغ ضمن بند تسبيقات بنك الجزائر، وبالتالي فإن موارد الصندوق اقتصر منذ إنشائه على فوائض الجباية البترولية. وبالنسبة لمهام الصندوق فقد حُددت عند إنشائه بمهمتين: تتمثل أولاهما في تمويل عجز الميزانية العامة للدولة<sup>2</sup> الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وثانيهما تتمثل في تخفيض المديونية العمومية<sup>2</sup>؛ وقد بقيت هذه المهام على هذا النحو إلى أن تم وضع قانون المالية التكميلي لسنة 2006 ليتم تعديل المهمة الأولى لتصبح على النحو التالي: "تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار"، وهو ما يعني أن تمويل عجز الميزانية العامة قد وُسِّع ليشمل تمويل عجز الخزينة العمومية<sup>3</sup>، كما أن سبب العجز لم يحدد باعتبار أن السبب السابق يتمثل في انخفاض الجباية البترولية إلى مستوى أقل من تقديرات قانون المالية، وهذا يجعل هدف الصندوق هو تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية، وبالتالي الميزانية العامة للدولة مهما كان سبب هذا العجز، بالإضافة إلى أن رصيد الصندوق يجب ألا يقل عن 740 مليار دينار مما يعني تحديد سقف لنفقات الصندوق لا يمكن تجاوزه<sup>3</sup>.

\* ينتمي الصندوق إلى الحسابات الخاصة للخزينة العمومية، وقد أنشئ بموجب المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000. قانون رقم: 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 الموافق لـ 27 جوان سنة 2000.

\* هذا السعر حدد في قانون المالية لسنة 2000 بـ 19 دولار للبرميل وتم رفعه في قانون المالية لسنة 2002 إلى 22 دولار، ليعود بعد ذلك العمل مجددا بسعر 19 دولار وهذا إلى غاية سنة 2008 حيث تم رفعه ضمن قانون المالية التكميلي إلى 37 دولار.

<sup>1</sup> بوفليح نبيل: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2010، ص: 220.

<sup>2</sup> تكون الميزانية العامة في حالة عجز إذا ما تفوقت النفقات العامة على الإيرادات العامة.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص: 119.

<sup>4</sup> رصيد الخزينة العمومية = رصيد الميزانية العامة + رصيد الحسابات الخاصة + تدخلات الخزينة العمومية.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص: 120.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

وستتناول بشيء من التفصيل تطور موارد واستخدامات الصندوق خلال الفترة ما بين 2001-2016، وذلك عند تطرقنا لتمويل العجز في الخزينة العمومية.

بعد التعرف على واقع الإيرادات العامة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2016؛ سنتناول في المطلب الموالي الجانب الآخر من جدول عمليات الخزينة العمومية وهو جانب النفقات العامة.

### المطلب الثاني: واقع النفقات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016)

#### أولاً: مفهوم النفقات العامة

تعرف النفقات العامة بعدة تعاريف، أكثرها شيوعاً هي أنها مبالغ نقدية يقوم بإنفاقها شخص عام بقصد تحقيق منفعة عامة<sup>1</sup>. والنفقات العامة تنقسم إلى قسمين رئيسيين هما:

#### 1- نفقات التسيير (النفقات الجارية):

وهي ما تنفقه الدولة من أجل ضمان السير الحسن لمراقفها العامة. وهذه النفقات ليست لها أي عوائد مستقبلية مباشرة، فهي تضم على سبيل المثال: مصاريف دعم المنتجات واسعة الاستهلاك، أجور ورواتب الموظفين، مصاريف استئجار المباني الحكومية، .... وتوزع نفقات التسيير في الميزانية العامة للدولة حسب الدوائر الوزارية.

#### 2- نفقات التجهيز (نفقات الاستثمار):

وهي ما تنفقه الدولة لتمويل مشاريعها الاستثمارية، وهذه النفقات عكس نفقات التسيير، فهي تتميز بتحقيقها لعوائد مستقبلية مباشرة. وهي تضم على سبيل المثال: نفقات إنشاء السكك الحديدية ومحطات توليد الكهرباء والغاز، نفقات إنشاء الطرق والمطارات والموانئ .... وتكون نفقات التجهيز على شكل برامج توزع في الميزانية العامة للدولة حسب القطاعات التالية:

- الصناعة.

- الفلاحة والري.

- دعم الخدمات المنتجة.

<sup>1</sup> محرز محمد عباس، مرجع سابق، ص: 55.

- المنشآت القاعدية الاقتصادية والإدارية.

- التربية والتكوين.

- المنشآت القاعدية الاجتماعية والثقافية.

- دعم الحصول على السكن.

- مواضيع مختلفة.

- المخططات البلدية للتنمية.

كما يتم تنفيذ الاستثمارات العمومية أو العمليات المسجلة في ميزانية الدولة للتجهيز من خلال آليتين هما: رخص البرامج\* واعتمادات الدفع<sup>٥</sup>.

والنفقات العامة لا بد وأن تحكمها مجموعة من القواعد، نذكرها فيما يلي:

### القاعدة الأولى: قاعدة المنفعة

تعني قاعدة المنفعة أن يكون الهدف من النفقات العامة هو تحقيق أقصى منفعة ممكنة. وهذه المنفعة يجب أن تكون عامة بحيث لا توجه النفقات لتحقيق مصالح ذاتية لبعض الأشخاص أو لبعض شرائح المجتمع على حساب الأخرى. وحتى تطبق قاعدة المنفعة في النفقات لا بد وأن يتم الإلمام بالاحتياجات الإجمالية الحقيقية للمصالح العمومية، لتقدير احتياجات كل مصلحة أو مرفق وكل باب من أبواب النفقات على ضوء احتياجات كل المصالح وأوجه الإنفاق الأخرى<sup>1</sup>.

### القاعدة الثانية: قاعدة الاقتصاد

تعني قاعدة الاقتصاد، أن يكون الإنفاق العام بعيدا عن كل تبذير أو إسراف. وهذه القاعدة مرتبطة بقاعدة المنفعة، حيث أن تحقيق أقصى منفعة لا بد وأن يتم بأقل نفقة ممكنة. والاقتصاد في النفقات لا يعني بأي حال من الأحوال الشح في البذل وعدم الإنفاق حتى على الأمور التي يؤدي الإنفاق فيها إلى تحقيق منفعة عامة كبرى، بل يعني

---

\* هي الحد الأعلى للنفقات التي يمكن استخدامها في تنفيذ الاستثمارات المخططة، وهي رخص غير محددة بفترة زمنية معينة حيث تبقى صالحة إلى أن يتم إلغاؤها. (أنظر: دحماني عبد الكريم: تمويل نفقات الاستثمار العمومي للدولة- دراسة حالة برامج دعم النمو الاقتصادي-)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق، فرع الدولة والمؤسسات العمومية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر (1)، 2011-2012، ص: 58)

<sup>٥</sup> هي التخصيصات المالية السنوية التي يمكن استخدامها لتغطية النفقات المبرجة في إطار رخص البرامج، والتي يتم إلغاؤها في نهاية السنة المالية في حال عدم استعمالها. (أنظر: المرجع السابق، ص: 59).

<sup>1</sup> محرز محمد عباس، مرجع سابق، ص: 82-83.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

إنفاق كل ما يجب إنفاقه من أموال على جوهر الموضوع وتفادي الإنفاق على الأمور التي لا تدخل كعنصر أساسي في الموضوع.

وتطبيق قاعدة الاقتصاد يتطلب وجود هيئات رقابية إدارية ومالية تتولى الإشراف على الإنفاق العام ولها كامل الصلاحية في ضبط وإيقاف أي إنفاق عام غير مبرر. وكذلك لا بد من قواعد ونصوص تشريعية تعزز عمل هذه الهيئات بما فيها فرض العقوبات الرادعة للمستهترين بالمال العام<sup>1</sup>.

### القاعدة الثالثة: قاعدة الإجازة

وتعني ضرورة موافقة الجهات المختصة قبل صرف أي مبلغ من الأموال العامة. فبعد أن تقوم السلطات التنفيذية بإعداد مشروع قانون المالية، يتم إيداع هذا المشروع لدى السلطات التشريعية لمناقشته واعتماده (المصادقة عليه) من قبلها، ومن ثم حصول الجهات التنفيذية على إجازة الصرف من بنود الميزانية العامة للدولة<sup>2</sup>.

### ثانيا: تطور النفقات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016)

لقد شرعت الجزائر بدءا من سنة 2001 في تطبيق النظرية الكينزية، التي تدعو إلى ضرورة تدخل الدولة لمواجهة حالة الركود الاقتصادي، ويكون تدخل الدولة حسب هذه النظرية من خلال الرفع من النفقات الاستثمارية وذلك من أجل زيادة الطلب الكلي الفعال ومن ثم تحفيز الإنتاج لمواجهة هذا الطلب وهو ما ينتج عنه في النهاية تقليل مستوى البطالة.

وفي إطار تنفيذ الجزائر لهذه النظرية قامت بوضع ثلاث برامج تنموية أنفقت لتنفيذها مبالغ ضخمة، وهذه البرامج هي كالتالي<sup>3</sup>:

#### 1- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004):

الذي خصص له غلاف مالي أولي قدر بـ 525 مليار دج (أي حوالي 7 ملايين دولارا)، لينتقل في نهاية الفترة لحدود 1.216 مليار دج (16 مليار دولارا)، وذلك بعد إضافة مشاريع عديدة له، وإجراء تقييمات لأغلب المشاريع المرعبة سابقا.

<sup>1</sup> محمد خصاونة: المالية العامة - النظرية والتطبيق - دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2014، ص ص: 53، 54، 55.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 55.

<sup>3</sup> محمد مسعي: (سياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر وأثرها على النمو)، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر، 2012، ص

## 2- البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009):

وخصص له غلاف مالي أولي قدر بـ 8.705 مليار دج (114 مليار دولار)، جزء منه هو عبارة عن اعتمادات البرنامج السابق (1.216 مليار دج).

أما في نهاية الفترة فقد وصلت الاعتمادات الإجمالية المخصصة لهذا البرنامج إلى 9.680 مليار دج (حوالي 130 مليار دولار) وذلك بعد إضافة عمليات إعادة التقييم للمشاريع الجارية ومختلف التمويلات الإضافية الأخرى.

## 3- برنامج دعم النمو الاقتصادي (2010-2014):

بالنسبة لهذا البرنامج فقد قدر المبلغ الإجمالي المخصص له بـ 21.241 مليار دج (حوالي 286 مليار دولار). جزء منه خصص لاستكمال المشاريع الموجودة قيد الإنجاز (سكك حديدية وطرق سريعة والتزويد بالماء الشروب...) وهذا الجزء هو عبارة عن الاعتمادات الإجمالية الخاصة بالبرنامج السابق (9.680 مليار دج)، أما الجزء المتبقي والمقدر بـ 11.534 مليار دج (حوالي 156 مليار دولار) فقد خصص للمشاريع الجديدة.

وفي نهاية سنة 2014، تم وضع برنامج تنموي جديد يدوم لمدة خمس سنوات، ويندرج في إطار مواصلة جهود الدولة إدماج اقتصادها الوطني في محيطه الخارجي. وقد استهدفت الدولة من خلال هذا البرنامج بلوغ معدل نمو يقدر بـ 7% مع آفاق 2019 مع تخلص تدريجي من التبعية لقطاع المحروقات. ولأجل بلوغ هذه الأهداف؛ خططت الدولة لانتهاج مسعى صارم لترقية الاستثمار، وتنويع الاقتصاد على أساس توسيع وعصرنة النسيج الصناعي وقدرات البلد الفلاحية وترقية قطاع السياحة، مع مرافقة كل هذا بالعمل على ترشيد الإنفاق العام وعمليات الدعم التي تقوم بها الدولة<sup>1</sup>.

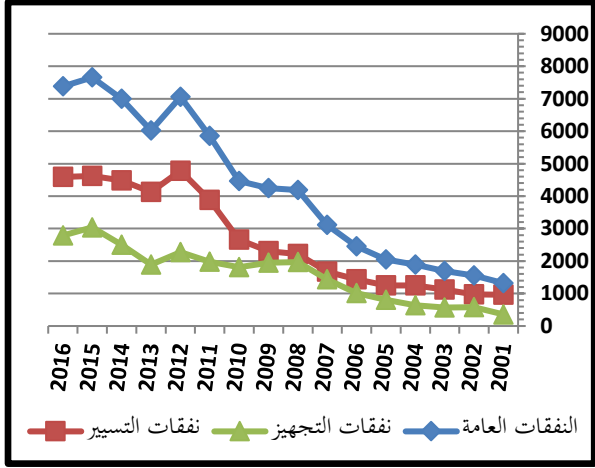
وحتى نقف على واقع تطور النفقات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016)؛ قمنا بإدراج الشكلين

التاليين:

<sup>1</sup> مخطط عمل الحكومة من أجل تنفيذ برنامج رئيس الجمهورية، الجزائر، ماي 2014، ص ص: 3، 11. متوفر على الموقع الرسمي لبوابة الوزارة الأولى على الرابط التالي: <http://www.premier-ministre.gov.dz/ressources/front/files/pdf/plans-d-actions/planaction2014ar.pdf>.

الشكل رقم (2-7): تطور النفقات العامة خلال الفترة: (2016-2001)

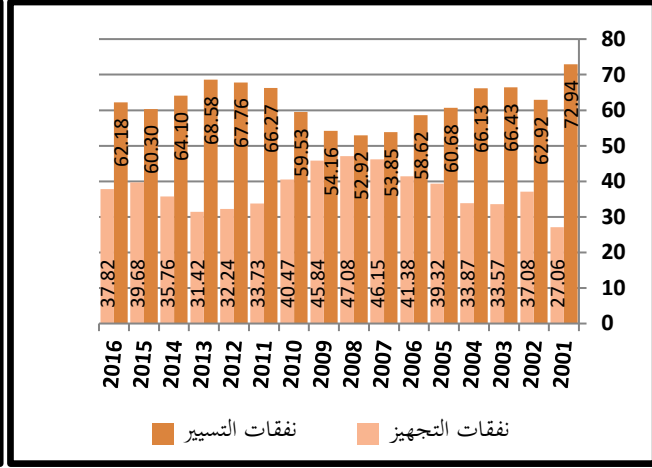
الوحدة: مليار دج.



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (1)

الشكل رقم (2-6): هيكل النفقات العامة خلال الفترة: (2016-2001)

الوحدة: (%).



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (1)

من خلال الشكلين السابقين وبيانات الملحق رقم (1) نلاحظ ما يلي:

- هيمنت نفقات التشغيل على أكبر حصة من النفقات العامة، حيث تراوحت نسبة نفقات التشغيل إلى إجمالي النفقات خلال الفترة من 2016-2001 ما بين: 52.92% و 72.94% بمتوسط قدره 62.09%. وقد مثلت كل من نفقات المستخدمين والنفقات الجارية النسبة الأكبر من نفقات التشغيل، حيث بلغ متوسط نسبة مساهمتهما في هذه الأخيرة خلال الفترة 2016-2001: 37% و 31% على التوالي. وقد شهدت نفقات المستخدمين تزيادا كبيرا خلال هذه الفترة حيث تضاعفت بأكثر من 6 مرات ولم تنخفض سوى في سنة 2013، كما شهدت التحويلات الجارية تزيادا كبيرا خاصة في الفترة 2001 إلى 2012، أما في الفترة ما بعد 2012 فقد اتجهت على العموم نحو الانخفاض، وبالخصوص بعد 2014 أي مع بدء الأزمة النفطية.

- تذبذب كبير بين الزيادة والنقصان في نفقات التجهيز خلال الفترة ما بين 2016-2001 بخلاف نفقات التشغيل التي كانت في نمو في معظم السنوات؛ إذ لم تنخفض إلا في سنتي 2013 و 2016.

- نمو نفقات التجهيز خلال الفترة من 2001 إلى 2016؛ بشكل يفوق بصفة عامة النمو في نفقات التشغيل حيث تضاعفت الأولى بنسبة 681.25% بينما الثانية فقد تضاعفت بنسبة 376.48%.

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- نمو كبير في النفقات العامة خلال الفترة 2001-2016؛ حيث انتقلت قيمتها من 1321 مليار دج سنة 2001 إلى 7383.6 مليار دج سنة 2016، محققة بذلك زيادة قدرها 458.94%، وسبب هذا النمو كان راجعا بالدرجة الأولى في فترة تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي (2001-2014) إلى:

- نفقات التسيير وذلك في فترة تطبيق برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) حيث زادت نفقات التسيير بـ 287.5 مليار دج، وذلك ما يمثل 50.4% من حجم النمو في إجمالي النفقات خلال هذه الفترة. وكذلك في فترة تطبيق برنامج دعم النمو الاقتصادي (2010-2014) أين زادت نفقات التسيير بـ 1825.3 مليار دج، وذلك ما يمثل 72.2% من حجم النمو في إجمالي النفقات خلال هذه الفترة.

- نفقات التجهيز: وذلك في فترة تطبيق البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009)، حيث نمت نفقات التجهيز بـ 1139.4 مليار دج وهو ما يمثل 51.9% من حجم النمو في إجمالي النفقات لهذه الفترة.

وبعد الانتهاء من سياسة الإنعاش الاقتصادي، استمرت النفقات العامة في النمو في سنة 2015، وكان ذلك راجعا بدرجة كبيرة إلى النمو في نفقات التجهيز التي زادت بـ 536.9 مليار دج ما يمثل 81.3% من حجم النمو في إجمالي النفقات لهذه السنة؛ أي أن الدولة في هذه السنة قد استمرت في سياستها التنموية بالرغم من تراجع إيراداتها، ويعكس ذلك وجود نظرة متفائلة لدى الحكومة بتحسين مستوى أسعار النفط في أقرب الآجال. غير أن الأمر لم يستمر على ذلك النحو ففي سنة 2016 تراجعت نفقات التجهيز بـ 246.1 مليار دج وتسببت بنسبة 90.25% في تراجع النفقات العامة لهذه السنة، ويرجع ذلك إلى استمرار التراجع في الإيرادات. وقد مست أهم الانخفاضات في نفقات التجهيز لسنة 2016؛ القطاعات التالية: الطاقة والمناجم (-76.5%)، الفلاحة والموارد المائية (-33.6%)، البنى التحتية الاقتصادية والإدارية (-12.8%)، التربية والتكوين (-24.3%)، البنى التحتية الاجتماعية والثقافية (-11.9%)<sup>1</sup>.

ومن التحليلات السابقة، نستنتج أن النمو في الإيرادات العامة نتيجة انتعاش أسعار النفط قد مكن الدولة خلال الفترة من 2001 إلى 2016 من توسيع نفقاتها بشكل كبير، سواء التسييرية منها أو التجهيزية. وبخصوص هذه الأخيرة، والتي تعتبر النفقات الأهم لما لها من دور في تمويل المشاريع التنموية، فإنه بالرغم من أن ما حققته من نمو خلال الفترة ما بين 2001-2016 يعتبر مؤشرا إيجابيا يتماشى مع الأهداف التنموية المسطرة من قبل الحكومة لهذه

<sup>1</sup> بنك الجزائر: تقرير التطور الاقتصادي والنقدي لسنة 2016، ص: 75.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

الفترة. إلا أن تسجيلها لمعدلات نمو أقل من معدلات النمو المسجلة على مستوى نفقات التسيير، خلال السنوات التي كانت فيها النفقات العامة في أعلى مستوياتها (2010-2014)، هو أمر فضلا عن أنه مخالف للأهداف التنموية المسطرة فإنه يزيد من معاناة الدولة في المستقبل، لأنه من الصعب تخفيض نفقات التسيير في حال ما إذا أرادت الدولة تقليل تدخلها في النشاط الاقتصادي، حيث أن النمو في نفقات التسيير بالدرجة الأولى كان ناتجا عن زيادة الأجور والمرتببات، وهي جزء هام من نفقات المستخدمين وكان السبب في زيادتها رغبة الدولة في إخماد الاحتجاجات المطالبة برفع القدرة الشرائية، وبالتالي فمن الصعب التراجع عن هذه الزيادات في حال حدوث أي أزمة، وهذا ما حدث بالفعل، فمع اتخاذ الدولة قرار تخفيض نفقاتها العامة في سنة 2016، لجأت مباشرة لتحقيق ذلك من خلال تخفيض نفقاتها التجهيزية.

بعد تعرفنا على واقع الإيرادات العامة من خلال المطلب الأول وكذا واقع النفقات العامة من خلال المطلب الثاني، سنقوم من خلال المطلب التالي بالربط بين كلا العنصرين (النفقات والإيرادات)، وذلك بتسليط الضوء على واقع تمويل الإيرادات للنفقات العامة، وفي حال عجز الإيرادات عن تمويل كامل النفقات سنلقي الضوء على مصادر التمويل المعتمدة لسد ذلك العجز.

### المطلب الثالث: تمويل النفقات العامة للدولة

#### **أولا: تمويل الإيرادات للنفقات العامة**

إن انتعاش أسعار البترول بداية الألفية الثالثة أدى إلى رفع الإيرادات العامة للدولة، وسمح لها بتطبيق سياستها الإنفاقية التوسعية بحرية كبيرة، حيث وجدنا من خلال تتبعنا لكل من نفقات التسيير ونفقات التجهيز أنها سجلت تزايدا كبيرا نتج عنه تضاعف للنفقات العامة لأكثر من أربع مرات (428%) خلال الفترة ما بين 2001-2016. وحتى نقف على واقع تمويل الإيرادات العامة خارج صندوق ضبط الإيرادات لكل من نفقات التسيير ونفقات التجهيز خلال الفترة (2001-2016)، قمنا من خلال الجدول التالي بحساب الفارق بين الإيرادات العامة خارج صندوق ضبط الإيرادات ونفقات التسيير؛ وذلك لمعرفة مدى تمويل الإيرادات العامة لكامل نفقات التسيير، وما إذا كان هناك:

- فائض في الإيرادات تدخره الدولة (ادخار حكومي\*)، يسمح لها بتمويل نفقاتها الاستثمارية كلها أو جزء منها، بحسب نسبة ذلك الفائض إلى نفقات التجهيز.

\* الادخار الحكومي = الإيرادات العامة - نفقات التسيير.

## الفصل الثاني - واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- أو عجز في الإيرادات يجعل الدولة تبحث عن مصادر تمويلية أخرى تمكنها من تمويل نفقاتها.

الجدول رقم (1-2): تمويل الإيرادات للإنفاق الحكومي خلال الفترة: (2001-2016)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	البيان / السنوات
2902.3	1949.1	1841.9	1714	1606.4	1525.6	1576.7	1389.7	الإيرادات العامة خارج FRR (1)
1715.4	973	916	899	862.2	836.1	916.4	840.6	جباية بترولية (2)
1187	976.1	925.9	815	744.2	689.5	660.3	549.1	جباية عادية
4191.1	3108.6	2453	2052	1891.8	1690.2	1550.6	1321	نفقات عامة:
2217.8	1673.9	1437.9	1245.1	1251.1	1122.8	1097.7	963.6	نفقات التسيير (3)
1973.3	1434.6	1015.1	806.9	640.7	567.4	452.9	357.4	نفقات التجهيز (4)
684.5	275.2	404	468.9	355.3	402.8	479	426.1	(1) - (3) = (5)
39.90	28.28	44.10	52.16	41.21	48.18	52.27	50.69	(2) / (5) (%)
34.7	19.2	39.8	58.1	55.5	71.0	105.8	119.2	(4) / (5) (%)
2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	البيان / السنوات
5011.6	4552.5	3927.7	3895.3	3804	3489.8	3074.6	3275.4	الإيرادات العامة خارج FRR (1)
1682.6	1722.9	1577.7	1615.9	1519	1529.4	1501.7	1927	جباية بترولية (2)
3329.0	2829.6	2350	2279.4	2285	1960.4	1572.9	1348.4	جباية عادية
7297.5	7656.3	6995.8	6024.1	7058.2	5853.6	4466.9	4246.6	نفقات عامة:
4591.4	4617	4494.3	4131.5	4782.6	3879.2	2659.1	2300	نفقات التسيير (3)
2792.2	3039.3	2501.4	1892.6	2275.5	1974.4	1807.9	1946.3	نفقات التجهيز (4)
420.18	64.5-	566.6-	236.2-	978.6-	389.4-	415.5	975.4	(1) - (3) = (5)
24.97	3.74	35.91	14.62	64.42	25.46	27.67	50.62	(2) / (5) (%)
15.0	-2.1	-22.7	-12.5	-43.0	-19.7	23.0	50.1	(4) / (5) (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على معطيات الملحق رقم (2).

نلاحظ من خلال بيانات الجدول السابق ما يلي:

خلال الفترة 2010-2001 سجل الفارق بين الإيرادات العامة ونفقات التسيير قيما موجبة، وهو ما يعني أن الإيرادات العامة خارج صندوق ضبط الإيرادات قد غطت كامل نفقات التسيير، وبقي منها جزء وجه لتغطية نفقات التجهيز. وهذا الجزء الذي يمثل الادخار الحكومي، تراوحت نسبته من الجباية البترولية ما بين 27.7% و 52.16%

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

بمتوسط قدره 42.48%، ما يعني أن معظم الجباية البترولية الموجهة لموازنة الدولة؛ كانت توجه خلال هذه الفترة لتمويل نفقات التسيير، في حين كان يفترض أن تُمول هذه الأخيرة عن طريق الجباية العادية. ونظرا لأنها كانت أقل من نفقات التسيير طيلة هذه الفترة فقد تطلب الأمر اللجوء إلى الجباية البترولية لتمويل المتبقي.

وقد غطى الادخار الحكومي نفقات التجهيز كاملة في سنتي 2001 و 2002، أما في باقي السنوات، فقد تراوحت نسبة تغطيته لنفقات التجهيز في الفترة 2003-2010 ما بين 19.2% و 71%، بمتوسط قدره 40.32%، وهذا يعني أن الخزينة قد واجهت عجزا في تمويل حوالي 60% من نفقات التجهيز كمتوسط للفترة (2003-2010).

خلال الفترة (2011-2014) سجل الفارق بين الإيرادات العامة ونفقات التسيير قيمة سالبة، وهو ما يعني أن الإيرادات العامة للدولة خارج صندوق ضبط الإيرادات كانت عاجزة عن تمويل كامل نفقات التسيير، فضلا عن تمويلها لنفقات التجهيز، ويرجع سبب هذا العجز إلى النمو الكبير الذي عرفته نفقات التسيير خلال هذه الفترة والذي فاق بكثير النمو في إجمالي الإيرادات خارج صندوق ضبط الإيرادات. وقد تراوحت نسبة هذا العجز إلى إجمالي الإيرادات ما بين 6.1% و 25.7% بمتوسط 12.61%، كما تراوحت نسبته إلى الجباية البترولية ما بين 14.6% و 64.4% بمتوسط 30.5%، وهذا يعني أن تغطية الخزينة للعجز في تمويل نفقات التسيير تطلب منها الحصول في المتوسط على ما مقداره 13% من الإيرادات العامة أو 30.5% من الجباية البترولية، وهي نسب كبيرة أدت إلى تفاقم عجز الخزينة العمومية.

وفي سنة 2015 استمر العجز في تمويل نفقات التجهيز إلا أنه في هذه السنة كان أقل من السنوات الماضية وذلك نتيجة نمو الإيرادات العامة بشكل يفوق النمو في نفقات التسيير. أما في سنة 2016 فقد كان هناك ادخار حكومي موجب شكل 25% من الجباية البترولية، ما يعني أن حوالي 75% من الجباية البترولية قد وجه في هذه السنة لتمويل نفقات التسيير. وقد ساهم الادخار الحكومي فقط بنسبة 12.6% في تمويل نفقات التجهيز، أي أن هناك عجزا في تمويل نفقات التجهيز في سنة 2016 يقدر بـ 87.4%.

ومن التحليل السابق لبيانات الجدول رقم (2-1) نستنتج ما يلي:

- أنه بعدما كانت الإيرادات العامة تمول نفقات التسيير وجزءا من نفقات التجهيز أصبحت غير قادرة حتى على تمويل نفقات التسيير، وبالتالي بعد أن كانت الخزينة العمومية تبحث فقط عن مصادر تمويلية إضافية لتمويل مشاريعها التنموية، أصبحت تبحث أيضا عن موارد مالية لتمويل نفقاتها الاستهلاكية. وهذا ما يخالف المعمول به عادة في حال عجز الإيرادات العامة عن تمويل كامل النفقات، حيث يتوجب في هذه الحالة على الأقل تمويل كامل نفقات التسيير.

- أن الجباية البترولية الموجهة للميزانية خلال الفترة من 2001-2016؛ كانت جليها إن لم نقل كلها (كما حدث في السنوات 2011-2015) موجهة لتمويل نفقات التسيير، وهذا بالرغم من أن إيرادات الجباية البترولية هي إيرادات غير مستقرة (مرتبطة بعوامل خارجية)، بينما نفقات التسيير هي نفقات مستقرة وتكرر في كل سنة، وهو ما يخالف مبدأ توازن الميزانية الأصغر الذي يفترض الحرص على تغطية النفقات العادية أو نفقات التسيير الضرورية لاستمرارية المرافق العامة للدولة بواسطة الإيرادات العادية التي يُفترض فيها الديمومة والاستقرار، وكذلك الأمر بالنسبة للنفقات غير العادية أو نفقات التجهيز الموجهة للمشاريع الاستثمارية، التي ينبغي أن تتم تغطيتها عن طريق الإيرادات غير العادية كالجباية البترولية أو الاقتراض العام الذي تحكمه السياسة النقدية للدولة ومدى توفر السيولة داخلها<sup>1</sup>.

- أن الجباية العادية غير قادرة على تغطية نفقات التسيير، وذلك بالرغم من أن الإصلاحات الضريبية التي قامت بها الجزائر منذ بداية التسعينات كان من أهم أهدافها إحداث توازن بين الجباية العادية ونفقات التسيير.

### ثانيا: تمويل العجز في الخزينة العمومية

#### 1- تمويل العجز في الخزينة العمومية خلال الفترة ما بين 2001-2016

لقد تبين لنا من خلال الاستنتاجات السابقة أن هناك عجزا في تمويل الإيرادات لنفقات التجهيز، بل ونفقات التسيير أيضا. وهذا العجز مقصود من قبل الدولة وليس نتيجة انخفاض إيرادات الدولة، فهو راجع إلى خفض السعر المرجعي المعتمد عند إعداد الميزانية العامة للدولة، وفي الوقت نفسه إلى تطبيق أفكار النظرية الكينزية التي تدعو إلى ضرورة توسيع تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي حتى على حساب مبدأ توازن الميزانية العامة، طالما أن العجز في الميزانية يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي وامتصاص البطالة.

وللتعرف على مصادر تمويل العجز في الخزينة العمومية وبالتالي عجز الميزانية العامة خلال الفترة (2001-

2016) قمنا بإدراج الجدول التالي:

<sup>1</sup>دحمان عبد الكريم، مرجع سابق، ص: 53.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

الجدول رقم (2-2): عجز الخزينة العمومية ومصادر تمويله خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج

مصادر تمويل العجز في الخزينة العمومية					الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية (خارج صندوق ضبط الإيرادات)*	رصيد الميزانية العامة (خارج صندوق ضبط الإيرادات)*	السنوات
القرض الوطني للنمو الاقتصادي	FRR	اقتراض خارجي صافي	تمويل غير بنكي	تمويل بنكي			
-	107	-110.6	85.3	-137	55.2	68.7	2001
-	0	-74.9	32.8	58.1	-16.1	26	2002
-	156	-90.9	-86	31.2	-10.3	-164.6	2003
-	470.3	-53.2	57.7	-287.5	-187.3	-285.4	2004
-	247.8	-115.7	221.3	118.7	-472.2	-338	2005
-	709.6	-158.7	172.6	-76.2	-647.3	-611.1	2006
-	1454.4	-110.7	213.7	-275.4	-1282	-1159.5	2007
-	1223.6	-4.2	508.1	-346.4	-1381.2	-1288.6	2008
-	364.3	0.7	655.3	93.5	-1113.8	-971	2009
-	791.9	0.5	674.3	30.1	-1496.5	-1392.3	2010
-	1761.5	-0.8	728	-19.8	-2468.8	-2363.8	2011
-	2283.6	-2.4	913.5	51.5	-3246.2	-3254.1	2012
-	2132.5	-2.2	241.1	-165.5	-2205.9	-2128.8	2013
-	2965.7	-2.4	204.1	18.7	-3186	-3068	2014
-	2886.5	-3.3	136.6	152.5	-3172	-3104	2015
557.8	1387.9	100.8	64.6	232.6	- 2343.7	-2285.9	2016

المصدر: الموقع الرسمي لوزارة المالية الجزائرية، على الروابط التالية:

[http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/tresor/SROT\\_2016.pdf](http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/tresor/SROT_2016.pdf), 13/08/2017.

\* رصيد الميزانية العامة = الإيرادات العامة خارج صندوق ضبط الإيرادات - النفقات العامة.

\* الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية = رصيد الميزانية العامة + رصيد الحسابات الخاصة - استثمارات الخزينة.

<http://www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-/143/Solde-global-du-Tr%C3%A9sor.html>,  
18/04/2018.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن **الخزينة العمومية** سجلت عجزا طيلة الفترة (2001-2016) باستثناء سنة 2001، حيث سجلت فائضا قدر بـ 55.8 مليار دج. والأمر نفسه ينطبق على **الميزانية العامة**، فقد سجلت هي الأخرى عجزا طيلة الفترة (2001-2016) باستثناء سنتي 2001 و2002، حيث سجلت فائضا قدر على التوالي بـ 68.7 مليار دج و26 مليار دج. كما نلاحظ أن العجز سواء في الميزانية العامة أو في الخزينة العمومية عرف نموا كبيرا، ففي الفترة 2000-2005 كان العجز منخفضا نسبيا ليتوسع مع الانتقال لتطبيق البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009). ويبلغ أقصاه خلال تطبيق برنامج دعم النمو الاقتصادي (2010-2014)، وبالنسبة لسنة 2015 فقد سجل العجز في الخزينة انخفاضا عما كان عليه في السنة الماضية، لكن بنسب ضئيلة جدا 0.4%، وهذا راجع كما سبق وأن ذكرنا إلى النظرة المتفائلة التي كانت لدى الدولة في تلك السنة، والتي جعلتها تستمر في التوسع في الإنفاق بالرغم من تراجع الإيرادات العامة. أما في 2016 فقد تراجع العجز في الخزينة بنسبة 26.1% وفي الميزانية بنسبة 21.4% وهذا راجع لتوجه الدولة نحو تخفيض نفقاتها العامة، والذي طال بالدرجة الأولى نفقات التجهيز كما بينا فيما سبق\*.

أما عن مصادر تمويل العجز في الخزينة العمومية وبالتالي في الميزانية العامة، فإننا نلاحظ أن هناك تباينا في مساهمة كل منها في تمويل العجز وذلك من سنة إلى أخرى، لكن على العموم نجد أن الاعتماد الأكبر كان على **صندوق ضبط الإيرادات**، ثم على التمويل غير البنكي "الاقتراض العام الداخلي"، ليأتي التمويل البنكي "الإصدار النقدي" في المرتبة الثالثة. ونلاحظ أنه في سنة 2015 زاد حجم التمويل البنكي عما كان عليه في السنوات السابقة. وفي 2016 كان هناك تغير عن باقي السنوات، حيث زاد حجم التمويل البنكي وغير البنكي، كما أنه في هذه السنة ولأول مرة تم اللجوء للاقتراض الخارجي الصافي، وأضيف أيضا مصدر تمويلي جديد وهو **القرض الوطني للنمو الاقتصادي** أو ما يعرف بـ "القرض السندي"؛ وهو عبارة عن سندات حكومية أصدرتها الحكومة الجزائرية لتعويض النقص في مواردها المالية.

من خلال التحليلات السابقة نستنتج أن الجزائر بالرغم من العجز في الخزينة العمومية وفي الميزانية الذي كانت تسجله طيلة السنوات من 2001 إلى 2014؛ إلا أنها كانت تتمتع بأريحية كبيرة في تمويل هذا العجز. وقد ساعدها في ذلك؛ انتعاش أسعار البترول الذي وفر لها موارد مالية هامة كانت تضخ في صندوق ضبط الإيرادات، الذي بدوره كان يستعمل كأهم مصدر من مصادر تمويل العجز المتنامي في الخزينة.

\* أنظر: الصفحة 72 من هذه الدراسة.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

ومع انهيار أسعار النفط في 2014؛ بدأت الدولة تعمل من ناحية على خفض العجز في الخزينة وفي الميزانية نظرا لتراجع موارد صندوق ضبط الإيرادات، ومن ناحية أخرى أخذت تنوع من مصادر تمويلها للعجز، فباتت تعتمد إلى جانب صندوق ضبط الإيرادات على مصادر تمويل كانت قليلا ما تلجأ إليها فيما سبق.

وفيما يلي تفصيل لدور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل العجز في الخزينة العمومية باعتباره أهم مصدر من مصادر تمويل العجز خلال الفترة ما بين 2001-2016، وكذا دور الاستدانة بنوعها الداخلية والخارجية في تمويل العجز بعد الأزمة:

**أ- واقع تمويل صندوق ضبط الإيرادات لعجز الخزينة العمومية: للوقوف على واقع تمويل صندوق ضبط الإيرادات لعجز الخزينة العمومية، قمنا بإدراج الجدول التالي الذي يوضح استخدامات الصندوق خلال الفترة (2001-2016):**

**الجدول رقم (2-3): استخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة: (2001-2016)**

الوحدة: مليار دج

السنوات	سداد الدين العمومي	سداد تسبيقات بنك الجزائر	تمويل عجز الخزينة العمومية
2000	221.100	-	-
2001	184.467	-	-
2002	170.06	-	-
2003	156	-	-
2004	222.7	-	-
2005	247.838	-	-
2006	618.111	-	91.53
2007	314.46	607.96	531.95
2008	465.44	-	758.18
2009	-	-	364.28
2010	-	-	791.94
2011	-	-	1761.46
2012	-	-	2283.26
2013	-	-	2132.47

## الفصل الثاني \_\_\_\_\_ واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

2965.67	-	-	2014
2886.51	-	-	2015
1387.9	-	-	2016

المصدر: الموقع الرسمي لوزارة المالية الجزائرية، المديرية العامة للتقدير والسياسات:

<http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/frf/frf2016.pdf> ، تاريخ الإطلاع: 2017/8/13.

نلاحظ من خلال بيانات الجدول السابق أن:

- استخدامات صندوق ضبط الإيرادات عرفت نموا كبيرا خلال الفترة من 2000 إلى 2016، وقد اقتصر استخدام الصندوق منذ إنشائه وإلى غاية سنة 2005 على سداد الدين العمومي، دون المساهمة في تمويل عجز الميزانية العامة، وذلك لأن العجز في الميزانية لم يكن ناتجا عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية كما هو مشروط لتدخل الصندوق في تمويل العجز خلال هذه الفترة، حيث كانت أسعار النفط في هذه الفترة تفوق السعر المرجعي، والعجز الموازي هو عجز مقصود فقط.

- بدءا من سنة 2006 أصبح الصندوق يُستخدم في تمويل عجز الخزينة العمومية، إلى جانب سداد الدين العمومي وهذا بناءً على التعديل الذي طال مهام الصندوق ضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.

ومن تحليلنا لبيانات الجدول رقم (2-2) وبيانات الجدول رقم (2-3) نستنتج أن تمويل صندوق ضبط الإيرادات لعجز الخزينة العمومية تم وفقا لطريقتين<sup>1</sup>:

طريقة غير مباشرة (2005-2000): حيث أدى استخدام الحكومة للدين العام الداخلي (التمويل غير البنكي) في تمويل عجز الميزانية العامة إلى ارتفاع حجم الدين العام الداخلي، وهنا يظهر دور صندوق ضبط الموارد من خلال مساهمته في تخفيض حجم المديونية العمومية باعتبارها إحدى المهام المحددة له، وبالتالي فإن الصندوق ساهم بطريقة غير مباشرة في تمويل عجز الميزانية العامة.

طريقة مباشرة (ما بعد 2006): وذلك عن طريق مساهمته المباشرة في تمويل نسبة معينة من عجز الميزانية العامة ابتداءً من سنة 2006.

ولمعرفة مدى تأثير موارد صندوق ضبط الإيرادات بالاستخدام المتنامي للصندوق في تمويل العجز في الخزينة العمومية قمنا بإدراج الجدول التالي:

<sup>1</sup> بوفليح نبيل، مرجع سابق، ص: 231. بتصرف.

الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

الجدول رقم (2-4): تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج.

السنوات	الموارد			رصيد السنة السابقة	رصيد الصندوق بعد الاقتطاع
	رصيد السنة السابقة	فائض قيمة الجباية البترولية	تسبيقات بنك الجزائر		
2000	232.1	453.2	0	221.1	232.1
2001	232.1	123.9	0	184.5	171.5
2002	171.5	26.5	0	170.1	28
2003	28	448.9	0	156	320.9
2004	320.9	623.5	0	222.7	721.7
2005	721.7	1368.8	0	247.8	1842.7
2006	1842.7	1798	0	709.6	2931.1
2007	2931.1	1738.8	0	1454.4	3215.5
2008	3215.5	2288.2	0	1223.6	4280.1
2009	4280.1	400.7	0	364.3	4316.5
2010	4316.5	1318.3	0	791.9	4842.8
2011	4842.8	2300.3	0	1761.5	5381.7
2012	5381.7	2535.3	0	2283.3	5633.8
2013	5633.8	2062.2	0	2132.5	5563.5
2014	5563.5	1810.6	0	2965.7	4408.5
2015	4408.5	552.2	0	2886.5	2073.8
2016	2073.8	98.6	0	1387.9	784.5

المصدر: الموقع الرسمي لوزارة المالية الجزائرية، المديرية العامة للتقدير والسياسات:

## الفصل الثاني ———— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/frr/frr2016.pdf ، تاريخ الإطلاع: 2017/8/13.

نلاحظ من خلال بيانات الجدول السابق أن رصيد صندوق ضبط الإيرادات عرف انخفاضا في سنتي 2001 و2002، وذلك نتيجة تراجع فوائض قيمة الجباية البترولية المحولة للصندوق. وقد تسبب في ذلك بالنسبة لسنة 2001: انخفاض أسعار البترول من 28.5 إلى 24.3 دولار للبرميل وبالنسبة لسنة 2002: رفع السعر المرجعي إلى 22 دولار للبرميل، وذلك وفقا لتقرير عرض مشروع قانون المالية التكميلي لسنة 2002.

وبدءا من سنة 2003 أخذ الرصيد يسجل نموا مستمرا بالرغم من الزيادة الكبيرة لاستخدامات الصندوق، ويرجع سبب ذلك في الغالب إلى تزايد حجم الفوائض المالية المحولة للصندوق والناجمة عن الارتفاع المستمر في أسعار النفط، وقد استمر الحال على هذا النحو إلى أن بلغ رصيد الصندوق 5563.5 مليار دج، سنة 2012 وهو أعلى مستوى له، ليتراجع بعدها الرصيد تدريجيا في 2013 و2014 ويصل في 2015 إلى 2073.84 مليار دج ويهوي سنة 2016 إلى 784.5 مليار دج. والانخفاض في الرصيد خلال هذه السنوات راجع إلى انخفاض الفوائض المالية المحولة للصندوق نتيجة تراجع أسعار النفط، مقابل توسع كبير (إفراط) في استخدام موارد الصندوق لتعويض النقص في إيرادات الدولة. حيث اقتطعت الخزينة سنة 2014 حوالي 40.2% من موارد الصندوق لسد العجز في الخزينة العمومية وفي 2015 و2016 اقتطعت حوالي 58.2% و63.89% على التوالي؛ وخلال السنوات الأربع الأخيرة باتت استخدامات الصندوق تفوق فوائض الجباية البترولية المحولة له وذلك لأول مرة منذ إنشائه سنة 2000.

ونظرا لاستمرار العجز في الخزينة العمومية وتراجع رصيد الصندوق واقتراه من الحد الأدنى الذي لا يمكن تجاوزه وهو 740 مليار دج، فقد تم اقتراح إلغاء هذا القيد ضمن مشروع قانون المالية لسنة 2017، ليتم بعدها إقرار ذلك من قبل الحكومة، حيث أصبحت مهام الصندوق وفقا للمادة 121 من قانون المالية لسنة 2017 تتمثل في: تمويل عجز الخزينة وتخفيض المديونية العمومية<sup>1</sup>، وبذلك ألغي ذلك التسقيف مما أدى إلى نفاذ موارد الصندوق في بداية سنة 2017 بعد استخدام كامل ما تبقى منها في تمويل العجز في الخزينة العمومية. وهذا خلافا لتوقعات الحكومة ببلوغ رصيد الصندوق 100.9 مليار دينار في سنة 2017 ونفاذه تماما في سنة 2018<sup>2</sup>.

ومن التحليل السابق يتضح لنا أنه في السنوات المقبلة - ومع بقاء أسعار النفط في مستوياتها الحالية - بات من المستحيل استمرار اعتماد الدولة على موارد صندوق ضبط الإيرادات من أجل تمويل العجز في الخزينة العمومية،

<sup>1</sup> قانون رقم 16 - 14 المؤرخ في 28 ديسمبر سنة 2016، المتضمن قانون المالية لسنة 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 77، الصادر بتاريخ: 29 ديسمبر 2016، ص ص: 50-51.

<sup>2</sup> وزارة المالية الجزائرية: مذكرة عرض قانون المالية لسنة 2017 وتقديرات 2018-2019، ص: 22، متوفرة على الرابط الإلكتروني: [http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/RPLF/NPLF\\_2017\\_Arabe.pdf](http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/RPLF/NPLF_2017_Arabe.pdf)

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

وأصبح من الضروري عليها البحث عن مصادر تمويلية جديدة. وهذا ما يفسر توجهها في سنة 2016 نحو الاستدانة لاستكمال ما عجزت موارد الصندوق عن تمويله.

**ب- الاستدانة العمومية:** في 17 أبريل 2016 قامت الدولة بإطلاق سندات محلية لمدة ثلاث سنوات وخمس سنوات وبمعدل فائدة 5% و 5.75% على التوالي، وذلك في إطار ما سُمي بـ "القرض الوطني للنمو الاقتصادي"؛ وللترويج لهذه السندات؛ سخرت الدولة حوالي 7000 نقطة بيع معتمدة تتكون من: وكالات بنكية ومكاتب بريد وفروع بنك الجزائر وفروع الخزينة العمومية الرئيسية والمركزية والولائية ووكالات التأمين. كما جعلت للقرض موقعا إلكترونيا خاصا به\*. ولكي تستقطب أكبر قدر من الأموال وفرت الدولة السندات بنوعين إسمية ولحاملها، كما جعلتها تتناسب مع فئات المجتمع المختلفة، حيث قُدرت في البداية قيمة السند بـ 50.000 دج لتضاف فيما بعد سندات بقيمة 10.000 دج للأفراد وأخرى بـ 1 مليون دج لكبار المدخرين. وإلى جانب هذا التنوع جعلت الدولة هذه السندات مضمونة من قبلها ومعفاة من الضرائب ومتاحة سواء للأفراد أو للشركات<sup>1</sup>.

وبعد انتهاء مدة الاكتتاب التي دامت 6 أشهر، صرح وزير المالية في تلك الفترة أن حصيلة الاكتتاب قد بلغت 568 مليار دينار. ورغم أن الوزير قد أشار في تصريحه هذا إلى أنه راض عن هذه النتيجة، إلا أن الأموال التي تم تجميعها تبقى ضئيلة مقارنة بعجز تلك السنة والذي بلغ 2343.7 مليار دج. كما أنها تبقى ضئيلة مقارنة مع الهدف المعلن عنه عند طرح هذه السندات، والذي تمثل في استقطاب أكبر قدر من السيولة النقدية الموجودة خارج البنوك والتي أشارت إحصائيات بنك الجزائر إلى بلوغها 4497.2 مليار دج بنهاية سنة 2015، وهو ما يشكل 30% من الكتلة النقدية M2<sup>2</sup>.

ولانخفاض حصيلة الاكتتاب عدة أسباب أهمها:

- غياب الشفافية فيما يخص استخدامات الأموال التي سيتم تجميعها: حيث تم الاكتفاء بالقول بأنها ستوجه لتمويل مشاريع استثمارية دون التفصيل في ذلك، مما بعث الشك في نفوس المستثمرين المستهدفين.
- الفائدة الربوية: التي أدت إلى تهرب المواطنين من الدخول في هكذا استثمار، نظرا للطبيعة المحافظة للشعب الجزائري. وقد حاولت الدولة استباق الأحداث لتجنب الوقوع في ذلك بأن أخذت تُروج على لسان وزير المالية بأن القرض السندي حلال، وأنه مبني على الربح المتقاسم بين الدولة والمستثمرين لا على الفائدة. إلا

\* [www.amanti.dz](http://www.amanti.dz).

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي للمديرية العامة للضرائب على الرابط التالي: <https://www.mfdgi.gov.dz/index.php/ar/espace-informations-voir-plus-> تاريخ الإطلاع: 2018/7/11.

- القرار المؤرخ في 28 مارس 2018 المحدد للشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 20، الصادر بتاريخ: 2016/03/30.

<sup>2</sup> بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2016، سبتمبر 2017، ص: 155.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

أن ذلك لم يغير من رأي المواطن في القرض نظرا لأن وزير المالية ليس من صلاحياته ولا من اختصاصه الفتوى. كما أن الأمر واضح لا يتطلب البحث عمّن يُفتي بالحل أو بالحُرمة.

– **معدل التضخم:** حتى بالنسبة للمستثمرين الذين لم يتحفظوا على معدل الفائدة كان لديهم تحفظ من الاستثمار في سندات تقترب فيها معدلات الفائدة من معدل التضخم، حيث وجدوا أن ما سيربجونه بعد عدة سنوات كفائدة سيخسرونه بفعل التضخم. وهذا بالفعل ما حصل ففي نهاية سنة 2015 كان معدل التضخم السنوي يقدر بـ 4.8%، وعند إطلاق القرض في أبريل 2016 كانت هناك تطمينات من أن القرض لن تكون له تأثيرات سلبية على معدل التضخم طيلة فترة الخمس سنوات، وبأن تلك السندات تعتبر خيارا استثماريا جيدا. إلا أن ما حدث فيما بعد كان مخالفا لذلك، حيث تجاوز متوسط المعدل السنوي للتضخم حدود 5% وبلغ 6.4% و5.6% في نهاية سنتي 2016 و2017 على التوالي<sup>1</sup>.

وتوجه الدولة نحو الاستدانة كمصدر لتمويل العجز في الخزينة بعد أن تراجعت موارد صندوق ضبط الإيرادات، هو راجع بالدرجة الأولى لانخفاض الدين العام للدولة، فبحسب تقرير مؤشر التنافسية الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي في سنة 2015؛ فإن الجزائر تقع في المرتبة الخامسة ضمن أقل الدول مديونية، بدين عام يمثل 8.8% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>.

ومع توسع الدولة في الاستدانة انتقل حجم الدين العام إلى 20.6% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2016 وما يفوق 27% في 2017. وحسب توقعات صندوق النقد الدولي فسيبلغ حجم الدين العام للجزائر سنة 2023 حوالي 49% من الناتج المحلي الإجمالي. ورغم الزيادة في حجم الاستدانة إلا أنها تبقى في الحدود المقبولة حيث تصل نسبتها في الدول الناشئة إلى 70% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>3</sup>. وبالتالي يبقى للجزائر هامش حرية كبير في الاستدانة بإمكانها الاستفادة منه مع ضرورة تجنب الأخطاء السابقة التي ارتكبتها عند إطلاق القرض السندي، حتى تحقق النجاح المطلوب. فلا بد للدولة في المستقبل أن تراعي التوجه الديني للمجتمع، كما لا بد أن توضح بشكل مفصل فيم سيتم استخدام الأموال المجمعّة والذي لا بد أن يكون في مشاريع استثمارية منتجة.

والدين العام الجزائري معظمه محلي، حيث أن الجزائر منذ دفعها المسبق لديونها في 2006 تجنبت الاستدانة الخارجية، وبقيت هذه الأخيرة منذ ذلك الوقت ضمن مستويات منخفضة جدا حتى في ظل الظروف المالية الصعبة التي

<sup>1</sup> الإحصائيات بناءً على الموقع الرسمي لوزارة المالية الجزائرية على الرابط التالي: <http://www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-154/Taux-d'inflation.html>، تاريخ الإطلاع: 19 جويلية 2018.

<sup>2</sup> World Economic Forum: *The Global Competitiveness Report 2015–2016*, 2015, P: 95.

<sup>3</sup> FMI: *Rapport Des Services Du FMI Pour Les Consultations De 2018 Au Titre De l'article IV*, No. 18/168, Juin 2018, pp: 44,45.

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

تمرر بها البلاد. حيث بلغ الدين الخارجي أدنى مستوياته في 2015 أين قدر بـ 246.6 مليون دولار وإن ارتفع في 2016 إلى 1.1 مليار دولار إلا أنه يبقى ضعيفا جدا؛ فهو يمثل حوالي 1% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>1</sup>.

### 2- تمويل عجز الخزينة العمومية ما بعد 2016:

مع إطلاق الدولة للقرض السندي في بداية 2016، كانت هناك جهود تبذل بالموازاة مع ذلك لاتخاذ إجراءات تواجه من خلالها الدولة آثار الأزمة النفطية التي بينت مجددا هشاشة الاقتصاد الجزائري وتبعيته لقطاع المحروقات، وذلك بعد سنوات من الإصلاحات. وقد كانت نتيجة هذه الجهود إطلاق ما سمي بـ "النموذج الاقتصادي الجديد للنمو" الذي تقرر من خلاله القيام بإصلاحات هيكلية عميقة على اقتصاد الدولة من أجل بلوغ الأهداف التالية:

- تحقيق نمو في الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات بنسبة 6.5٪ سنويا خلال الفترة 2020-2030.
- مضاعفة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بـ 2.3 مرة.
- مضاعفة الصناعة التحويلية، من حيث القيمة المضافة لتبلغ 10٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2030.

- عصنة القطاع الزراعي لتحقيق الأمن الغذائي ولتنويع الصادرات.
- الانتقال الطاقوي لتحرر من قطاع المحروقات.
- تنويع الصادرات لدعم تمويل تسارع النمو الاقتصادي.

ولبلوغ هذه الأهداف يتطلب الأمر المرور بمراحل ثلاثة هي: مرحلة الإقلاع (2016 - 2019)، مرحلة الانتقال (2020 - 2025) ومرحلة الاستقرار (2025 - 2030). وفي إطار المرحلة الأولى ومن أجل مساعدة الخزينة العمومية على الصمود في وجه التراجع الذي مس إيراداتها إثر انخيار أسعار النفط؛ استهدف النموذج الاقتصادي الجديد للنمو في السنوات الأولى من تطبيقه لغاية سنة 2019؛ تحسين إيرادات الجباية العادية بما يسمح بتغطية معظم نفقات التسيير، وفي الوقت نفسه تخفيض العجز في الخزينة العمومية وكذلك تعبئة الموارد الإضافية اللازمة من السوق المالية الداخلية<sup>2</sup>.

وللشروع في تحقيق هذه الأهداف تم تضمين قانون المالية لسنة 2017 بالإجراءات التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لوزارة المالية الجزائرية، المديرية العامة للتقدير والسياسات:

[http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/dette\\_publique/dette\\_publique2017.pdf](http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/dette_publique/dette_publique2017.pdf)، تاريخ الإطلاع:

21 جويلية 2018.

<sup>2</sup> Ministère des Finances: *Le Nouveau Modele De Croissance*, Juillet 2016, P:2.

<sup>3</sup> - قانون رقم 16 - 14 المؤرخ في 28 ديسمبر سنة 2016، المتضمن لقانون المالية لسنة 2017، مرجع سابق.

- وزارة المالية الجزائرية: مذكرة عرض قانون المالية لسنة 2017 وتقديرات 2018-2019، مرجع سابق.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

أ- إجراءات التحكم في توسع النفقات: خلال مرحلة الإقلاع خططت الحكومة لتخفيض نفقات الميزانية مقارنة بالناتج الداخلي الخام إلى 30.0% في 2019 بعد أن كانت تقدر بـ 46.7% في سنة 2015، وكخطوة أولى استهدفت الحكومة بالنسبة لسنة 2017 بلوغ معدل 35.5% ولأجل ذلك تم اتخاذ الإجراءات التالية:

- تسقيف الإنفاق العام للفترة من 2017-2019 عند 6800 مليار دج، وذلك بغية الحفاظ على النفقات العامة في مستويات تتلاءم مع الإمكانيات المالية المتاحة للدولة.

- تأطير الميزانية على المدى المتوسط من خلال تحديد تقديرات الإيرادات والنفقات لسنة 2017 مع الإشارة لسنتي 2018 و2019. مع إمكانية تعديل تلك التقديرات ليتم تحديدها نهائياً من خلال قانون المالية للسنة المعنية. وهذا الإجراء يمكن الحكومة من توضيح الرؤية أكثر بخصوص وضعيتها المالية على المدى المتوسط، مما يسمح لها بتحكم أفضل في نفقاتها العامة.

- اتخاذ قرار بإغلاق كافة حسابات التخصيص الخاص الموجهة إلى تسيير عمليات الاستثمارات العمومية ضمن برامج التنمية التي تم الشروع فيها منذ سنة 2001، بما فيها برنامج توطيد النمو الاقتصادي الذي كان يفترض أن يستمر لغاية سنة 2019؛ وصبّ رصيد مختلف تلك الحسابات في حساب نتائج الخزينة مع الإبقاء فقط على مبلغ قدره 300 مليار دج يضاف إليه اعتمادات مالية تقدم سنويا في إطار قوانين المالية ليتم الانفاق على عملية تمويل مشاريع الاستثمار الخاصة ببرنامج النمو الاقتصادي الجديد 2017-2019، إلى جانب المشاريع الاستثمارية المقيدة قبل تاريخ إقفال تلك الحسابات في 31 ديسمبر 2016. وهذا ما ينتج عنه بالضرورة إلغاء العديد من المشاريع.

- التوجه نحو تقليص الدعم الموجه للمنتجات الطاقوية برفع أسعار البنزين والغاز، وهذا للمرة الثانية بعد الزيادة التي تضمنها قانون المالية لسنة 2016.

ومن خلال تطبيق هذه الإجراءات وغيرها توقعت وزارة المالية بلوغ نفقات الميزانية ما قيمته 6883,2 مليار دينار، بتراجع قدره 1,7% مقارنة مع توقعات الإقفال لسنة 2016 التي قدرت بـ 7000 مليار دج.

ب- إجراءات تحسين الإيرادات: تشمل ما يلي:

- استحداث أوعية ضريبية جديدة كرسوم الفعالية الطاقوية الذي يطبق على الأجهزة المشتغلة بالكهرباء والغاز والمنتجات البترولية المفرطة في استهلاك الطاقة.

- فرض زيادات على عدد من الضرائب كالرسم على القيمة المضافة الذي انتقل من 17% إلى 19% بالنسبة للمعدل العادي ومن 7% إلى 9% بالنسبة للمعدل المنخفض، وكذا رفع الرسم الداخلي على الاستهلاك للمنتجات التبغية وتمديد مجال تطبيق هذا الرسم على مواد أخرى مسماة بالمنتجات الفاخرة.

## الفصل الثاني \_\_\_\_\_ واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- رفع السعر المرجعي لبرميل النفط إلى 50 دولار؛ بغية رفع حاصل الجباية البترولية المدرجة في الميزانية ومن ثم جعل الإيرادات العامة قادرة على تغطية أكبر جزء من النفقات دون اللجوء إلى صندوق ضبط الإيرادات. وقد توقعت وزارة المالية إثر هذه الإجراءات وغيرها أن ترتفع الإيرادات الجبائية خارج الجباية البترولية ب 11,0 % في سنة 2017، وهو ما يسمح إلى جانب الاستقرار المستهدف في النفقات بانخفاض في نسبة عجز الخزينة العامة إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام، الذي يتوقع أن يصل إلى -6.7% في 2017 بعد أن وصل إلى -20.3% في 2015.

ولتمويل العجز في الخزينة العمومية ومع ما تتمتع به البلاد من هامش حرية كبير نسبيا للاستدانة؛ وفي الوقت نفسه إصرار السلطات الجزائرية على تفادي الاستدانة الخارجية مخافة العودة إلى ضغوط المؤسسات المالية الدولية التي عاشتها البلاد بعد أزمة 1986؛ تقرر من أجل مواجهة النقص الحاد في موارد الدولة المالية اللجوء مجددا سنة 2017 إلى الاستدانة الداخلية، لكن هذه المرة ليس من خلال القرض السندي وإنما من خلال مصدر تمويلي جديد أطلق عليه في الجزائر بـ "التمويل غير التقليدي"؛ وهو التمويل الذي يُمكن الخزينة العمومية من تحصيل كامل احتياجاتها المالية عن طريق الاقتراض من البنك المركزي، ومن ثم فإن هذا التمويل هو المعروف بـ "الإصدار النقدي غير المغطى" نظرا لأنه ناتج عن إصدار البنك المركزي لنقود جديدة تمكنه من إقراض الخزينة العمومية، وهذه النقود ليس لها ما يقابلها من إنتاج من السلع والخدمات أو من احتياطي للذهب أو العملة الأجنبية.

ولتأطير هذه العملية من الناحية القانونية تطلب الأمر إجراء تعديل على الأمر رقم: 03-11 المتعلق بالنقد والقرض والصادر في: 26/08/2003 وذلك بإضافة المادة 45 مكرر والتي أصبحت تنص على ما يلي<sup>1</sup>:  
"بغض النظر عن كل الأحكام المخالفة، يقوم بنك الجزائر ابتداءً من دخول هذا الحكم حيز التنفيذ، بشكل استثنائي ولمدة 5 سنوات، بشراء مباشرة من الخزينة، السندات التي تصدرها هذه الأخيرة، من أجل المساهمة على وجه الخصوص، في:

- تغطية احتياجات تمويل الخزينة.

- تمويل الدين العمومي الداخلي.

- تمويل الصندوق الوطني للاستثمار.

تنفذ هذه الآلية لمرافقة تنفيذ برنامج الإصلاحات الهيكلية الاقتصادية والميزانية، والتي ينبغي أن تفضي في نهاية الفترة المذكورة أعلاه كأقصى تقدير، إلى:

<sup>1</sup> المادة 45 مكرر: القانون رقم: 17 - 10 المؤرخ في: 11/10/2017 المتتم للأمر رقم: 03 - 11 المؤرخ في: 26/08/2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 57، الصادر بتاريخ: 12/10/2017، ص 4.

– توازنات خزينة الدولة.

– توازن ميزان المدفوعات."

وتجدر الإشارة إلى أن بنك الجزائر كان مسموحاً له في السابق منح الخزينة العمومية مكشوفات بالحساب الجاري، شريطة ألا تتجاوز مدتها 240 يوماً وألا تزيد عن 10% من الإيرادات العادية للدولة والمثبتة خلال ميزانية السنة الماضية<sup>1</sup>. أما الآن فقد أصبح بإمكان بنك الجزائر أن يمنح قروضا للخزينة مقابل سندات (أي بدون تغطية حقيقية)، وهذه القروض غير محددة المدة ولا السقف.

وإثر تأطير العملية قانونياً دون وضع حد لكمية النقود المسموح طباعتها، ارتفعت أصوات الخبراء تطالب مسؤولي بنك الجزائر بتحديد تلك الكمية<sup>2</sup>، وذلك مخافة الإفراط في طبع النقود مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم نظراً لأن جزءاً هاماً من الأوراق النقدية التي ستطبع لن توجه لتمويل مشاريع إنتاجية، مما يؤدي إلى زيادة المعروض النقدي دون أن يكون هناك ما يقابله من زيادة في الإنتاج. وهذا ما دفع وزير المالية للإعلان بأن الاحتياجات لتمويل عجز الخزينة العمومية تقدر بـ 570 مليار دج لتكملة سنة 2017، و 1815 مليار دينار في 2018، و 580 مليار دينار في 2019، أما بالنسبة لسنة 2020 فقد توقع عدم اضطرار الخزينة للجوء إلى أي تمويل، نظراً للعجز الضعيف الذي سيتم تسجيله<sup>3</sup>.

وقد فهم من كلام الوزير بأن ما سيطبعه البنك المركزي من نقود في إطار التمويل غير التقليدي سيكون في حدود الاحتياجات التمويلية المعلن عنها. غير أن الواقع كان مخالفاً لذلك حيث أعلن بنك الجزائر بعد أقل من شهرين من المصادقة على الإطار القانوني أنه قام بطبع أو إصدار مبلغ 2185 مليار دج، وهو مبلغ كبير جداً يفوق كامل احتياجات الخزينة لسنة 2018 وهذا قبل أن تبدأ<sup>4</sup>. وهو ما أثار مخاوف أكبر، حيث أعتبر أنه تساهل في إصدار النقود، ومن ثم سوء استغلال للتمويل غير التقليدي بشكل ينبئ بظهور الآثار السلبية لهذا التمويل في أقرب الآجال وبحدة في حال ما استمر طبع النقود على المنوال نفسه.

<sup>1</sup> المادة 46: الأمر رقم: 11-03 المؤرخ في: 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، الصادر بتاريخ: 2003/8/27، ص: 8.

<sup>2</sup> سليمان ناصر: (السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق تطبيقها في الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد 26، العدد 2، جوان 2018، ص: 20.

<sup>3</sup> المجلس الشعبي الوطني: الجريدة الرسمية للمناقشات، السنة الأولى-رقم 23، 20 نوفمبر 2017، الجلسة العلنية المنعقدة يوم الأحد 12 نوفمبر 2017، الفترة التشريعية الثامنة، دورة البرلمان العادية (2017-2018)، ص: 9.

<sup>4</sup> سليمان ناصر: (السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق تطبيقها في الجزائر)، مرجع سابق، ص: 21. بتصرف

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

وكإجراء متخذ لتفادي ارتفاع معدلات التضخم، وامتصاص فائض الكتلة النقدية الناتج عن التمويل غير التقليدي قام بنك الجزائر في جانفي 2018 بمضاعفة معدل الاحتياطي الإلزامي للبنوك ليصبح 8%<sup>1</sup> إلا أن ذلك الإجراء كان غير كاف في ظل توسع البنك المركزي في إصدار النقود التي باتت تقدر في مارس 2018 بـ 3585 مليار دج<sup>2</sup>؛ وهو ما اضطر من جديد البنك المركزي للرفع في معدل الاحتياطي الإلزامي إلى 10% في ماي 2018<sup>3</sup>.

وقبل الزيادة الثانية في معدل الاحتياطي الإلزامي، ومن أجل مراقبة عملية التمويل غير التقليدي وتفاذي الآثار السلبية له تم إصدار مرسوم تنفيذي يقضي بتشكيل لجنة تتكون من ممثلين من طرفي العملية، وهما بنك الجزائر ووزارة المالية. مهمتها تتمثل في الاقتراح على وزير المالية والعمل على اعتماد مستوى اللجوء إلى التمويل غير التقليدي وكذا البرنامج التقديري لما يترتب عن ذلك من إصدارات لسندات الدولة، وإلى جانب ذلك العمل على ضمان متابعة إنجاز التدابير والأعمال المحددة في البرنامج، وأيضا ضمان مراقبة نتائج إعادة توازنات الخزينة العمومية وتوازن ميزان المدفوعات<sup>4</sup>.

ورغم الإجراءات المتخذة للتحكم في التضخم وتطمينات الحكومة والإحصائيات المعلنة من قبل الديوان الوطني للإحصائيات ONS، والتي تشير إلى وجود تراجع تدريجي في معدل التضخم؛ يبقى الارتفاع المحسوس في الأسعار والذي يستشعره المواطن في الأسواق يشير إلى عكس ذلك كله ويثير التساؤل حول مدى صحة تلك الإحصائيات.

والتمويل غير التقليدي لا تتوقف آثاره فقط على التضخم الذي يؤدي بدوره إلى تراجع قيمة العملة الوطنية؛ وإنما يشمل أيضا معاناة جيل بأكمله في المستقبل يضطر إلى دفع ضرائب تستعمل لتسديد ديون لم يستفد منها هو شخصيا نظرا لتوجه جزء هام منها لتمويل عمليات غير منتجة.

وفي آخر هذا المبحث، نستخلص أن الجزائر قد عادت لنقطة البداية بعد سنوات من الإنفاق التوسعي، وذلك بوضع ذات الأهداف التي أنفقت من أجلها مليارات الدنانير والمتمثلة في تنويع الاقتصاد بما من شأنه أن يحقق لها الاستقلالية المالية عن قطاع المحروقات. وهذا إن دل على شيء إنما يدل على ضعف السياسة الإنفاقية التوسعية للدولة. وعودة الجزائر لنقطة الصفر تزامنت مع شح في السيولة لا مع وفرة فيها كما كان الحال عليه منذ سنوات. حيث تراجعت إيرادات الدولة نتيجة تراجع عائداتها من المحروقات، وهو ما جعلها تلجأ للاستدانة وللإصدار النقدي

<sup>1</sup> Article (2): **Instruction N°01-2018 Du 10 Janvier 2018 Modifiant Et Complétant L'instruction N° 02-2004 Du 13 Mai 2004 Relative Au Régime des Réserves Obligatoires**, Banque d'Algérie, sur le site web de la banque: [http://www.bank-of-algeria.dz/html/legist2018.htm#INSTRUCTION\\_N%C2%B003-2018](http://www.bank-of-algeria.dz/html/legist2018.htm#INSTRUCTION_N%C2%B003-2018), 15/7/2018.

<sup>2</sup> بنك الجزائر: الوضعية الشهرية في 31 مارس سنة 2018، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 3، الصادر بتاريخ: 2018/6/3، ص: 28.

<sup>3</sup> **Instruction N°03-2018 Du 31 Mai 2018 Modifiant Et Complétant L'instruction N°02-2004 Du 13 Mai 2004 Relative Au Régime des Réserves Obligatoires**, Banque d'Algérie, 2018. Sur le site web de la banque: [http://www.bank-of-algeria.dz/html/legist2018.htm#INSTRUCTION\\_N%C2%B003-2018](http://www.bank-of-algeria.dz/html/legist2018.htm#INSTRUCTION_N%C2%B003-2018), 15/7/2018.

<sup>4</sup> المرسوم التنفيذي رقم 18-86 المؤرخ في 5 مارس سنة 2018، المتضمن آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 15، الصادر بتاريخ: 2018 / 3 / 07، ص 11.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

الجديد لتمويل العجز بالرغم مما لهذه المصادر التمويلية من آثار سلبية. كما جعلها تتجه نحو تخفيض نفقاتها وزيادة في معدلات الضرائب للتخفيف من العجز بالرغم من أن تخفيض الإنفاق - وإن كان يسمح بتخفيف العجز على المدى القصير - إلا أنه قد يؤثر سلبا على معدلات النمو في المستقبل.

وبالوقوف على الواقع الذي تمر به الخزينة العمومية؛ تبرز الحاجة للصكوك الإسلامية كمصدر تمويلي جديد يُمكن للخزينة أن تستفيد منه في توفير:

- مصدر تمويلي قائم على المشاركة في الربح والخسارة عكس السندات التي تثقل من الأعباء الملقاة على عاتق الخزينة بضمان رأس المال والفوائد.

- مصدر تمويلي مرتبط بمشاريع محددة وحقيقية، وهو ما يقلل التبذير الذي تسبب في إنفاق المليارات دون جدوى، وأيضا يزيد من المشاريع المنتجة وبالتالي في المداخيل الضريبية للدولة عكس الزيادة في معدلات الضريبة التي قد تقتل الضريبة في حد ذاتها.

- مصدر تمويلي غير تضخمي لارتباطه بمشاريع حقيقية، وهو عكس التمويل غير التقليدي وأيضا عكس السندات التي قد تتجه حصيلتها لمشاريع غير منتجة.

- مصدر تمويلي يقي الدولة من مخاطر التمويل الأجنبي، بتمكينها من تحديد نسبة المستثمرين الأجانب الذين يُسمح لهم بالاكتماب في الصكوك.

- مصدر تمويلي يحوز على رضا فئة كبيرة من المجتمع الجزائري، وهو ما يؤدي إلى الرفع من قدرة الدولة على حشد المدخرات وتحريك الأموال غير المستغلة في تمويل مشاريع إنتاجية.

## المبحث الثاني: واقع التمويل عن طريق النظام البنكي

إن دور النظام البنكي في تمويل الاقتصاد يتوقف على مدى قدرته على حشد المدخرات وتوجيهها نحو أوجه الاستثمار المختلفة. وكلما زاد هذا الدور؛ زادت معه أهمية النظام البنكي، وبات يعد أحد أهم ركائز تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة. لذا فقد أصبح على أي دولة تريد النهوض باقتصادها أن تمر أولاً بمرحلة في غاية الأهمية؛ ألا وهي مرحلة إصلاح النظام البنكي، وذلك حتى تعظم من استفادتها من هذا النظام.

ولأجل ذلك قامت الجزائر كغيرها من الدول النامية التي تسعى لتحقيق نقلة في اقتصادها بإجراء العديد من الإصلاحات على مستوى نظامها البنكي\*، وذلك في وقت كانت فيه الخزينة العمومية هي المهيمن على نشاط تمويل الاقتصاد. وفي سنة 2001 يكون قد مضى على تلك الإصلاحات ما يزيد عن عشر سنوات وهو وقت كافٍ لبدء ظهور ثمارها.

وبناءً على ما سبق وحتى نقف على واقع التمويل عن طريق النظام البنكي خلال الفترة من 2001 إلى 2016 وبالتالي على مدى إشراك النظام البنكي في عملية تمويل التنمية الاقتصادية التي بدأتها الجزائر سنة 2001، قمنا بتقسيم هذا المبحث للمطالب التالية:

**المطلب الأول: بنية النظام البنكي الجزائري.**

**المطلب الثاني: دور النظام البنكي في حشد المدخرات.**

**المطلب الثالث: دور النظام البنكي في تخصيص الموارد.**

## المطلب الأول: بنية النظام البنكي الجزائري

يتشكل النظام البنكي الجزائري من بنوك ومؤسسات مالية، وفي قمة هذا النظام يوجد بنك مركزي يسمى "بنك الجزائر".

---

\* للتعرف على تفاصيل إصلاحات النظام البنكي؛ أنظر: بطاهر علي: إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص ص: 41-55.

### أولاً: البنك المركزي (بنك الجزائر):

تعرف المادة 9 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض؛ البنك المركزي بأنه: "مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، ويعد تاجرا في علاقته مع الغير"<sup>1</sup>. ويمثل البنك المركزي قمة النظام البنكي باعتباره الملجأ الأخير للإقراض وبنك الإصدار الوحيد على مستوى الجزائر، وهو المسؤول الأول عن السياسة النقدية. ومن مهامه تقديم السيولة المتاحة للبنوك والخزينة العمومية<sup>2</sup>.

### ثانياً: البنوك:

هي مؤسسات مهمتها الرئيسة إجراء العمليات المبينة في المواد من 66 إلى 68 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، وتشمل هذه العمليات الآتي<sup>3</sup>:

- تلقي الأموال من الجمهور: لا سيما في شكل ودائع مع حق استعمالها لحساب من تلقاها بشرط إعادتها.  
- منح القروض: ووفقا لهذا الأمر فإن القرض هو كل عمل لقاء عوض يضع بموجبه شخص ما أو يعد بوضع أموال تحت تصرف شخص آخر، أو يأخذ بموجبه لصالح الشخص الآخر التزاما بالتوقيع كالضمان الاحتياطي أو الكفالة أو الضمان.

- وضع وسائل الدفع تحت تصرف الزبائن وإدارة هذه الوسائل: وتعتبر وسائل الدفع كل الأدوات التي تمكّن كل شخص من تحويل الأموال مهما يكن السند أو الأسلوب التقني المستعمل.

وقد تشكل النظام البنكي الجزائري في نهاية سنة 2016 من عشرين (20) بنكا، منها ستة (6) بنوك عمومية تساهم بنسبة 86.8% من إجمالي أصول البنوك وتضم 1134 وكالة، وأربعة عشر (14) بنكا خاصا - منها واحد برأسمال مختلط هو بنك البركة- تساهم بـ 13.2% من إجمالي أصول البنوك وتضم 355 وكالة<sup>4</sup>.

وقد تم الترخيص لآخر بنك في 2008؛ وهو مصرف السلام، ومنذ ذلك الحين لم يُعط أي ترخيص جديد لأي بنك، كما أنه كان بالإضافة للبنوك المتواجدة حاليا؛ بنكين خاصين آخرين، إلا أنه قد تم سحب الترخيص منهما نظرا لتورطهما في تمويل عمليات استيراد وصفقات وهمية وهما: بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري.

<sup>1</sup> المادة 9: الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، مرجع سابق، ص: 4.

<sup>2</sup> بطاهر علي، مرجع سابق، ص: 42.

<sup>3</sup> المواد 66، 67، 68 من الأمر رقم 03-11، مرجع سابق، ص: 11.

<sup>4</sup> بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2016، سبتمبر 2017، ص: 81-82، 84.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

وأغلب البنوك في النظام البنكي الجزائري هي بنوك تقليدية، في حين أن البنوك الإسلامية تشمل بنكين فقط. والفرق بين النوعين هو أن البنوك التقليدية لا تحكم تعاملاتها أحكام الشريعة الإسلامية في حين أن البنوك الإسلامية خاضعة في كل تعاملاتها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

### ثالثا: المؤسسات المالية:

وهي هيئات مهمتها الرئيسة القيام بالأعمال المصرفية ما عدا تلقي الأموال من العموم، أو إدارة وسائل الدفع أو وضعها تحت تصرف زبائنها<sup>1</sup>. وقد تشكل النظام البنكي الجزائري في نهاية سنة 2016 من 9 مؤسسات مالية تضم 88 وكالة<sup>2</sup>.

وانطلاقا من وظيفة كل مكون من مكونات النظام البنكي يتضح أن البنوك هي المخولة قانونا دون غيرها بمهمة تلقي الأموال من الجمهور، وبالتالي فإن قدرة النظام البنكي على حشد المدخرات تتوقف على مدى قوة البنوك وقدرتها على استقطاب رؤوس المال من مختلف مصادرها.

## المطلب الثاني: دور النظام البنكي في حشد المدخرات

### أولا: مصادر تمويل البنوك

إن للبنوك مصادر تمويل داخلية تشمل رأس المال المدفوع بالإضافة إلى الاحتياطات بأنواعها، والأرباح غير الموزعة؛ وتشكل هذه الموارد مجتمعة نسبة ضئيلة من إجمالي موارد البنوك. أما النسبة الأكبر فهي موارد تعمل البنوك على تجميعها وحشدتها من مصادر خارجية. وكلما زادت قدرة البنوك على حشد وتجميع المدخرات من هذه المصادر كلما زاد ذلك من قدرتها على أداء دورها في تمويل الاقتصاد.

وعلى العموم فإن مصادر التمويل الخارجية للبنوك تشمل ما يلي:

### 1- الودائع:

يقصد بالودائع تلك الأموال التي يعهد بها الأفراد أو الهيئات إلى البنك على أن يلتزم البنك بردها بالشروط المتفق عليها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 71: الأمر رقم 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقروض، مرجع سابق، ص: 12.

<sup>2</sup> بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2016، مرجع سابق، ص: 81-82.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب: إدارة العمليات المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن، 2015، ص: 229.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

وللودائع البنكية أنواع عدة تختلف بحسب المعيار الذي يتم على أساسه تصنيفها، فمنها ما يصنف حسب المدة (قصيرة الأجل وطويلة الأجل)، ومنها ما يصنف حسب منشئها (حقيقية ومشتقة)، ومنها ما يصنف حسب حركتها (نشيط ومقيدة). والشائع عادة تصنيفها حسب المدة أين نجد الأنواع التالية:

**أ- الودائع الجارية (تحت الطلب):** وهي أموال يودعها أصحابها لدى البنوك مع إمكانية سحبها في أي وقت<sup>1</sup>. دون الحصول على أي مقابل سواء من قبل البنوك التقليدية - باستثناء بعضها- أو من قبل البنوك الإسلامية، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر الودائع الجارية بمثابة أمانة لديها، وبالتالي أصحابها لا يتحملون مخاطر استعمال البنك لتلك الأموال ولا يستفيدون من أي عوائد قد تنتج عن ذلك الاستخدام<sup>2</sup>.

**ب- الودائع لأجل:** وهي نوعان: تستحق بتواريخ معينة وخاضعة لإشعار وتمثل فيما يلي<sup>3</sup>:

- **ودائع لأجل تستحق بتواريخ معينة:** وهي أموال يودعها أصحابها لمدة محددة مقدما، كالشهر أو الشهرين أو السنة، على ألا يتم السحب منها قبل انقضاء الأجل المحدد لإيداعها. وما يشجع الأفراد والهيئات على مثل هذه الودائع هو استعداد البنوك التجارية لدفع فوائد عليها أكبر من الفوائد المدفوعة على أي نوع آخر من الودائع، نظرا لما توفره هذه الودائع للبنوك من حرية في استثمارها بالكامل دون وضع اعتبار لعامل السيولة، باستثناء ما تفرضه القوانين من احتفاظ بجزء من هذه الودائع في البنك المركزي.

وإذا أراد المودع سحب وديعته قبل تاريخ الاستحقاق يحق للبنك أن يختار بين عدم الدفع حسب الاتفاق وبين التساهل والدفع، وفي الغالب تميل البنوك إلى الخيار الثاني، وفي هذه الحالة قد تضع المودع أمام أحد بدليين هما:

- إما أن يسحب الوديعة ويخسر الفوائد.

- وإما أن يقترض من البنك بضمان وديعته وبسعر فائدة أكبر من سعر الفائدة التي يتحصل عليها من البنك على وديعته.

- **الودائع لأجل بإخطار:** وهي أموال يودعها أصحابها على ألا يسحب منها إلا بعد إشعار البنك بمدة تحدد عند الإيداع وفي المقابل يدفع البنك فائدة على هذه الودائع.

والودائع لأجل بالنسبة للبنوك التجارية تقابلها بالنسبة للبنوك الإسلامية الودائع الاستثمارية وهي ودائع لا تضمن رأس المال، إذ تقوم على عقد المضاربة بين البنك بصفته مضاربا والمودعين بصفتهم أرباب المال، وبموجب هذا

<sup>1</sup> محمد الصيرفي: إدارة المصارف، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية - مصر-، 2007، ص: 37.

<sup>2</sup> حكيم براضية، مرجع سابق، ص: 52، 76.

<sup>3</sup> محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص: 37، 38.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

العقد تقوم البنوك باستثمار الأموال المودعة في مشاريع عادة ما تكون متوسطة إلى طويلة الأجل، على أن تقوم بتوزيع عوائد الاستثمار بينها وبين المودعين بحسب ما هو متفق عليه في العقد، ولا يضمن البنك الوديعة الاستثمارية ولا أرباحها إلا في حالات التقصير والتعدي أو في حال مخالفة شروط العقد<sup>1</sup>.

### 2- الاقتراض

تعتمد البنوك على الاقتراض كأحد مصادر التمويل، ويسمى رأس المال المقترض، ويكون هذا الاقتراض إما عن طريق إصدار السندات أو الاقتراض من النظام البنكي، وذلك على النحو التالي:

**أ- إصدار السندات:** بإمكان البنك أن يصدر سندات دين طويلة الأجل، ويبيعها للجمهور والمؤسسات ويحتفظ بالأموال الناتجة عن هذا البيع ضمن أمواله الخاصة بشرط أن يكون لسداد الودائع حق الأولوية على سداد هذه السندات عند تصفية أعمال البنك<sup>2</sup>. هذا بالنسبة للبنوك التجارية. أما البنوك الإسلامية فلا يمكنها اتخاذ السندات كمصدر تمويلي لها نظرا لمخالفة هذه الأخيرة لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

### ب- التمويل بالقروض البنكية: ويشمل:

**- تمويل البنك المركزي:** يعتبر البنك المركزي صمام أمان للبنوك عند تعرضها للضغوط والحاجة الماسة إلى النقود لمواجهة الحالات الطارئة الناتجة عن عوامل نفسية تؤدي بالمودعين إلى سحب أموال كبيرة من البنوك لأسباب سياسية واقتصادية، حيث يمنح البنك المركزي نوعين من التمويل إلى البنوك التجارية:

**منح القروض والسلف:** يؤدي البنك المركزي دور بنك البنوك من خلال تقديم القروض إلى البنوك لمساعدتها في تلبية احتياجاتها، وخاصة عندما تجد هذه البنوك حاجة ماسة لمواجهة حالة طارئة، وعادة يقدم البنك المركزي هذه القروض مقابل ضمان أي أصل من أصولها، وتكون هذه الضمانات في العادة نسبة من موجوداتها السائلة التي يفرض البنك المركزي على كل بنك الاحتفاظ بها لديه.

**إعادة الخصم:** تتجمع لدى البنوك أوراق مالية نتيجة التعامل مع زبائنها، وحتى تستفيد منها بدل تجميد قيمتها إلى حين استحقاقها، فإنها تقوم بإعادة خصمها لدى البنك المركزي مقابل دفع ما يعرف بـ "معدل إعادة الخصم" وبهذا تريح الفرق بين المعدلين: معدل الخصم الذي تحصل عليه من مالك الورقة الأصلي، ومعدل إعادة الخصم الذي تدفعه للبنك المركزي. ومن هنا يتبين أن معدل إعادة الخصم أقل من معدل الخصم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حكيم براضية، مرجع سابق، ص: 77.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 115.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص: 115-116.

وبإمكان البنوك والمؤسسات المالية اللجوء لإعادة خصم الأوراق التالية<sup>1</sup>:

- سندات تجارية مضمونة من قبل الجزائر أو الخارج تتعلق بعمليات تبادل حقيقي للسلع والخدمات.
  - سندات قرض قصيرة الأجل لمدة أقصاها ستة أشهر، ويمكن تجديد هذه العملية على ألا تتعدى مجموعة مهلة المساعدة التي يسدها البنك المركزي اثنا عشر شهرا.
  - سندات قرض متوسطة الأجل لمدة أقصاها ستة أشهر، ويمكن تجديد هذه العملية في مدة لا تتجاوز ثلاث سنوات.
  - سندات عمومية لا تتعدى الفترة المتبقية لاستحقاقها ثلاثة أشهر.
- وتفضل البنوك في الأحوال العادية وعند توفر النقود في خزائنها؛ الاحتفاظ بهذه الأوراق لحين استحقاقها وذلك لأمرين:

**الأول:** لأن الانتظار لحين حلول أجل الورقة المالية يحقق للبنك ربحا ماديا أكبر.

**الثاني:** أن إعادة خصم الأوراق المالية أمر لا ينظر إليه مالك الورقة الأصلي بارتياح، لأن ذلك قد يكشف بعض أسرارها المالية. كما أن البنك التجاري نفسه لا ينظر إليه بارتياح لأن لجوئه إلى إعادة الخصم قد يساء فهمه ويفسر على أنه دليل على ضعف سيولة البنك وعدم قدرته على مواجهة طلبات المتعاملين معه من النقود المتوفرة لديه.

لذا فإن البنوك التجارية لا تلجأ لإعادة الخصم إلا عند الضرورة القصوى المتمثلة في تدني سيولتها أو زيادة فرص استثمار أموالها في أمور أخرى أكثر ربحا من إعادة الخصم<sup>2</sup>.

وبالنسبة للبنوك الإسلامية ونظرا لاختلاف طبيعة تعاملها عن البنوك التجارية، فإنه يتعذر عليها في حال احتياجها للسيولة اللجوء للبنك المركزي باعتباره مقرضا أخيرا للبنوك.

- **التمويل من البنوك الأخرى:** عند الحاجة إلى أموال تلجأ البنوك إلى الاقتراض من بعضها البعض لمبالغ معينة وفي أوقات محددة، لمقابلة الاحتياجات عندما لا تكفي مواردها الذاتية على الوفاء بالتزاماتها، وقد يكون الاقتراض على شكل حسابات جارية أو لأجل أو بإشعار، ويكون ذلك ضمن ترتيبات خاصة بين البنوك<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بطاهر علي، مرجع سابق، ص ص: 246-247.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص ص: 47-48.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص ص: 114، 115، 116.

### ثانيا: دور البنوك الجزائرية في حشد المدخرات

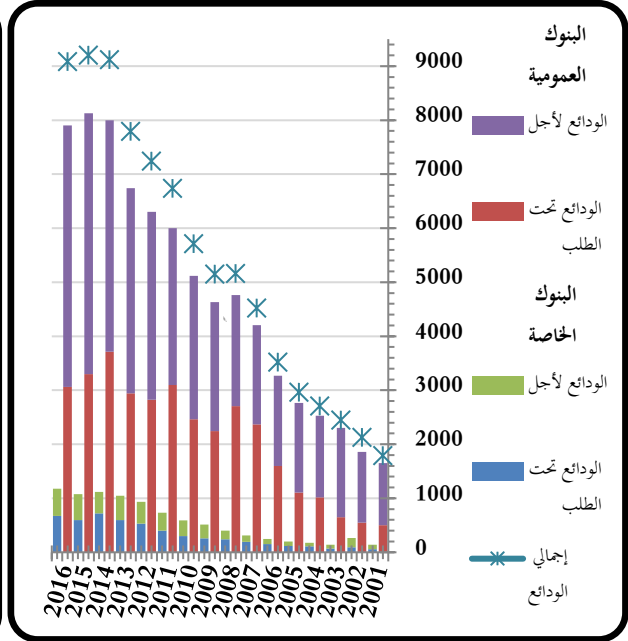
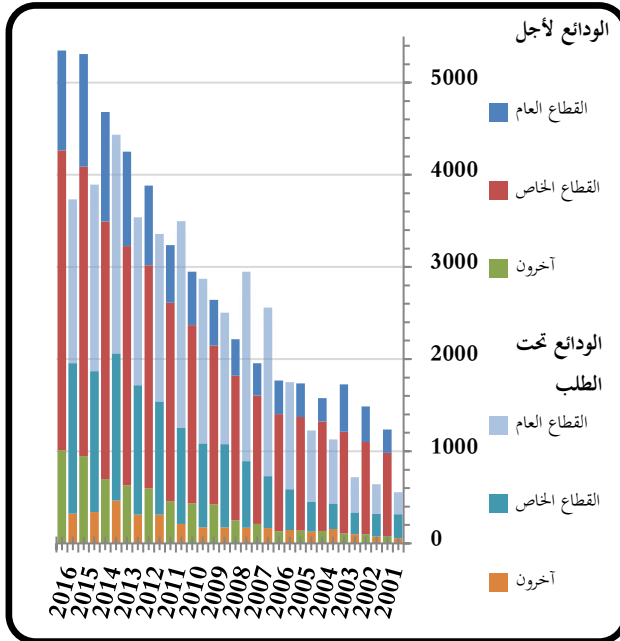
من بين مصادر التمويل المختلفة للبنوك، تشكل الودائع في العادة النسبة الأكبر من إجمالي الموارد، ولذلك تمت الإشارة إليها دون سواها في الأمر 11-03 عند ذكر مهمة البنوك في تلقي الأموال من الجمهور. وعلى إثر ذلك، ومن أجل تحديد دور النظام البنكي في حشد المدخرات خلال الفترة من 2001-2016؛ سنقوم بتحليل حجم الودائع المجمعة من قبل البنوك خلال هذه الفترة، وذلك من خلال تحليلنا للشكلين التاليين:

**الشكل رقم (2-9): تطور ودائع البنوك الجزائرية لأجل وتحت الطلب حسب القطاعات خلال الفترة: (2016-2001)**

**الشكل رقم (2-8): تطور ودائع البنوك الجزائرية بأنواعها حسب المدة خلال الفترة: (2016-2001)**

الوحدة: مليار دج

الوحدة: مليار دج



المصدر: من إعداد الباحثة، اعتمادًا على بيانات الملحق رقم (4). المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادًا على بيانات الملحق رقم (5).

نلاحظ من خلال الشكلين السابقين وبيانات الملحق رقم (4) و(5) ما يلي:

- أن الودائع الإجمالية قد سجلت خلال الست عشرة سنة التي استمرت من 2001 إلى 2016 زيادة بأربع مرات، حيث انتقلت قيمتها من 1789.9 مليار دج سنة 2001 إلى 9079.9 مليار دج سنة 2016، كما سجلت معدلات نمو سنوية فاقت 7% في كل السنوات من 2001 إلى 2014 باستثناء الانخفاض المسجل في 2009 الذي كان سببه انخفاض ودائع القطاع العام الناتج عن انكماش موارد قطاع المحروقات إثر الصدمة الخارجية لسنة 2008.

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

وفي سنة 2015 استمرت الودائع في الزيادة لكن بصورة طفيفة، حيث سجلت خلال هذه السنة أدنى معدل نمو لها منذ سنة 2001 والذي قدر بـ 0.9%. أما في 2016 فقد تراجعت الودائع بـ 1.31%. وسبب التباطؤ في 2015 والتراجع في 2016 في معدل نمو إجمالي وودائع البنوك؛ راجع إلى التراجع المسجل على مستوى الودائع الممنوحة من قبل القطاع العام التي سجلت معدل نمو سالب قدره 8.9% في 2015 و 11.9% في 2016، بعد أن كانت قد حققت معدل نمو موجب قدره 25.3% في 2014. ويضاف لهذا السبب تباطؤ في وتيرة نمو وودائع القطاع الخاص التي سجلت معدل نمو قدره 6.3% في 2015 و 4.6% في 2016 بعد أن كان معدل نموها في 2014 يقدر بـ 9.7%.

وبحسب آجال الودائع فقد تسبب التراجع في الودائع تحت الطلب خلال السنتين الأخيرتين؛ في تباطؤ وتراجع إجمالي الودائع المجمعة، فقد سجلت الودائع تحت الطلب انخفاضا معتبرا في 2015 بنسبة 12.38% وانخفاضا أقل نسبيا في 2016 بنسبة 2.66% كنتاج للتقلص القوي في وودائع قطاع المحروقات (- 41.9%) في 2015 وكذا التباطؤ المعتبر بل الانكماش في نمو وودائع القطاع خارج المحروقات، أي -1% في 2015 و -1.77% في سنة 2016<sup>1</sup>.

- أن النمو في وودائع البنوك الخاصة خلال الفترة 2001-2016 يفوق النمو في وودائع البنوك العامة، حيث انتقلت قيمة الأولى من 138.69 مليار دج سنة 2001 إلى 1175 مليار دج سنة 2016، محققة بذلك زيادة قدرها 747.21%، بينما انتقلت الثانية من 1651.2 مليار دج سنة 2001 إلى 7904.9 مليار دج سنة 2016، محققة زيادة قدرها 378.74%. ورغم النمو المحقق في وودائع البنوك الخاصة تبقى مساهمة هذه البنوك في نشاط جمع الودائع ضئيلة جدا وتقدر بـ 9% مقابل 90% للبنوك العمومية.

- أن الودائع تحت الطلب عرفت معدلات نمو كبيرة خلال الفترة ما بين 2001-2016 سواء بالنسبة للبنوك العمومية (513.1% كمتوسط للفترة) أو بالنسبة للبنوك الخاصة (1103.76%). ومعدلات النمو هذه فاقت بكثير معدلات النمو في الودائع لأجل بالنسبة للبنوك العمومية (320.5%) والبنوك الخاصة (507.2%).

- أن أغلب وودائع البنوك العمومية هي وودائع لأجل 56.1% كمتوسط للفترة، وأغلب وودائع البنوك الخاصة هي وودائع تحت الطلب 54.2%. ونظرا لسيطرة البنوك العمومية على نشاط جمع الودائع فإننا نجد أن متوسط مساهمة الودائع لأجل إلى إجمالي الودائع للفترة (2001-2016) يفوق متوسط مساهمة الودائع تحت الطلب للفترة نفسها (55.0% و 43.6% على التوالي).

<sup>1</sup> الإحصائيات بناءً على: بنك الجزائر: تدخل محافظ بنك الجزائر حول التطورات المالية والنقدية لسنة 2015 وتوجهات السنة المالية 2016 في ظرف

استمرار الصدمة الخارجية بمجلس الأمة، أفريل 2017. متوفرة على الموقع الرسمي للبنك على الرابط التالي: [https://www.bank-of-](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/interventiongouv_cnavril2017arabe.pdf)

[algeria.dz/pdf/interventiongouv\\_cnavril2017arabe.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/interventiongouv_cnavril2017arabe.pdf)

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- أن القطاع الخاص (المؤسسات الأسر والجمعيات) هو المصدر الأول للودائع لأجل، والمصدر الثاني للودائع تحت الطلب بنسبة 66.4% و 32.5% على التوالي كمتوسط للفترة. وقد ساهم بأكبر حصة من إجمالي الودائع (مجموع الودائع تحت الطلب ولأجل) في معظم سنوات التحليل (51.2% كمتوسط للفترة)، وما ساعد على ذلك هو التوسع الكبير في نفقات الميزانية، خاصة منها التحويلات الجارية التي أدت إلى ارتفاع مداخيل الأسر. أما فيما يخص القطاع العام فقد كان المصدر الأول للودائع تحت الطلب، والمصدر الثاني للودائع لأجل بنسبة 58.4% و 21.2% على التوالي كمتوسط للفترة. وقد بلغت حصته إلى إجمالي الودائع (37.8% كمتوسط للفترة).

نستنتج مما سبق أن:

- البنوك الجزائرية استطاعت خلال الفترة ما بين 2001-2016 أن تزيد من حجم الودائع المجمعة لديها وبالتالي تزيد من قدرتها على حشد المدخرات- هذا بصفة عامة - أما عند التفريق بين البنوك العمومية والبنوك الخاصة فإننا نجد أن الزيادة الكبيرة في نشاط جمع الموارد قد سجلتها البنوك الخاصة، وهذا يعتبر مؤشرا إيجابيا يدل على وجود رغبة من قبل البنوك الخاصة في منافسة البنوك العمومية، ولو أن النمو في ودائع البنوك الخاصة يبقى بطيئا وغير كاف للتخلص من هيمنة البنوك العمومية على نشاط جمع الموارد.

- الودائع لأجل رغم تفوقها على الودائع تحت الطلب إلا أنه كان يمكن أن يكون التفاوت بينهما أكبر لو لم تسجل الودائع تحت الطلب ذلك النمو الكبير الذي فاق بكثير النمو في الودائع لأجل، وذلك بالرغم مما لهذه الأخيرة من دور في رفع فعالية البنوك في تمويل التنمية، لما تتصف به من استقرار يمكن البنوك من استعمالها في التمويل المتوسط وطويل الأجل، وهذا عكس الودائع تحت الطلب التي تقيد عمل النظام البنكي في تمويل التنمية من خلال ما تفرضه القوانين على البنوك من ضرورة الاحتفاظ بنسبة من هذه الودائع في شكل سيولة تواجه من خلالها طلبات السحب، وحتى بالنسبة للجزء من الودائع تحت الطلب الذي يتصف بميزات الودائع لأجل لبطء حركة سحبها أو لتجدد الايداع بعد السحب، فإن استعمالها من قبل البنوك في تمويل عمليات التنمية ينطوي على بعض المخاطر ويفرض على البنوك وضع استراتيجية تجمع بين نوع الاستعمال وبين حركة وسلوك هذه الودائع، ومن ثم يبقى الاحتياط ضروريا عند اتخاذ القرار باستثمارها في التمويلات المتوسطة والطويلة الأجل<sup>1</sup>.

وقد يفسر من ناحية أخرى نمو حجم الودائع تحت الطلب ضمن هيكل الودائع البنكية على أنه شيء إيجابي يدل على أن هناك تحسنا وتطورا في الوعي المصرفي في الاقتصاد، واتجاه نحو تسوية المعاملات الاقتصادية بالنقود المصرفية، مما يقلل من نقدية الاقتصاد. إلا أن هذا المعنى بقي محدودا في الاقتصاد الجزائري، لأن نسبة كبيرة من الودائع تحت الطلب كما تبين لنا هي للقطاع العام، وهذه الودائع في معظمها هي ودائع لقطاع

<sup>1</sup> بطاهر علي، مرجع سابق، ص ص: 206-207.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

المحروقات الناتجة عن عمليات تنقيد احتياطات الصرف\* وهذا ما يؤكد محدودية تطور درجة الوعي المصرفي في الجزائر.

- الأزمة النفطية لسنة 2014 لم يقتصر أثرها السلبي على موارد الدولة فحسب بل أيضا كان لها أثر سلبي على موارد الجهاز البنكي، حيث أن تسببها في تراجع موارد قطاع المحروقات وكذا القطاعات خارج المحروقات كان له تأثير على ودائع هذه القطاعات لدى البنوك.

بعد التعرض للتطور في الودائع البنكية خلال الفترة من 2001-2016 يتوجب علينا معرفة مدى ايجابية النمو في حجم هذه الودائع، ولأجل ذلك سنربط العلاقة بينها وبين الناتج المحلي الخام بحساب المؤشرات التالية:

**الميل المتوسط للودائع البنكية:** وهو مؤشر يعكس فاعلية وقدرة البنوك على اجتذاب الودائع وفقا لحصتها من الناتج المحلي الخام.

**الميل الحدي للإيداع المصرفي:** الذي يقيس معدل التغير في الإيداع المصرفي الحاصل عن التغير في الناتج المحلي الإجمالي، ومن خلال هذا المؤشر يمكن للبنوك تحديد مدى قدرتها أو مدى ضعفها في تغيير اتجاهات الميل نحو الإيداع المصرفي.

**المرونة الداخلية للودائع المصرفية:** وهو مؤشر يستعمل لتقييم الأداء المصرفي في حشد المدخرات من خلال اجتذاب الودائع، حيث يحدد درجة استجابة الودائع المصرفية للتغير الذي يحصل في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وما إذا كانت هذه الاستجابة منتظمة أو غير منتظمة<sup>1</sup>.

وسيضم الجدول الموالي مختلف هذه المؤشرات:

---

\* بعد الحيازة الرسمية لبنك الجزائر على كل عائدات صادرات النفط المقيمة بالعملة الصعبة، تستلم مقابل ذلك المؤسسات النفطية المتنازلة عن تلك العملة (الدولار) ما يساويها بالدينار الجزائري على مستوى حساباتها تحت الطلب المفتوحة لدى البنوك التجارية، وهذا ما يعرف بعملية التنقيد أو التسييل. (أنظر: محمود جمام، عيسى جديان: (سياسة تعقيم أثر تنقيد ريع النفط على الأساس النقدي في الجزائر خلال الفترة (1990-2012))، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، جامعة أم البواقي، ديسمبر 2014، ص: 169).

<sup>1</sup> عبد الرزاق حبار: (تطور مؤشرات الأداء ومسار الإصلاحات في القطاع المصرفي الجزائري)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2013، ص: 56.

الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

الجدول رقم (2-5): الميل المتوسط/الميل الحدي/ المرونة الداخلية لودائع البنوك الجزائرية خلال الفترة: (2001-

(2016)

الوحدة: (%).

السنوات	الميل المتوسط*			الميل الحدي <sup>◊</sup>			المرونة الداخلية <sup>°</sup>		
	لمجموع الودائع	للودائع تحت الطلب	للودائع لأجل	لمجموع الودائع	للودائع تحت الطلب	للودائع لأجل	لمجموع الودائع	للودائع تحت الطلب	للودائع لأجل
2001	42.3	13.1	29.2	-	-	-	-	-	-
2002	47.0	14.2	32.8	1.1	0.3	0.8	2.7	2.2	2.9
2003	46.5	13.7	32.8	0.4	0.1	0.3	0.9	0.7	1.0
2004	44.0	18.3	25.7	0.3	0.5	-0.2	0.6	3.3	-0.5
2005	39.2	16.2	23.0	0.2	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
2006	41.4	20.6	20.8	0.6	0.6	0.0	1.5	3.5	0.1
2007	48.3	27.4	20.9	1.2	1.0	0.2	2.8	4.6	1.1
2008	46.7	26.7	20.1	0.4	0.2	0.2	0.8	0.8	0.7
2009	51.6	25.1	26.5	0.0	0.4	-0.4	0.0	1.5	-2.0
2010	47.6	23.9	24.6	0.3	0.2	0.2	0.5	0.7	0.6
2011	46.2	24.0	22.2	0.4	0.2	0.1	0.8	1.0	0.5
2012	44.7	20.7	23.9	0.3	-0.1	0.4	0.7	-0.4	1.8
2013	46.8	21.2	25.5	1.2	0.4	0.8	2.8	2.0	3.5
2014	52.9	25.7	27.2	2.2	1.5	0.7	4.8	7.1	2.9
2015	55.5	23.5	32.0	-0.1	0.8	-1.0	-0.2	3.2	-3.5

\* الميل المتوسط = الودائع / الناتج المحلي الإجمالي

◊ الميل الحدي =  $\Delta$  الودائع /  $\Delta$  الناتج المحلي الإجمالي

° معامل المرونة =  $(\Delta$  الودائع / الودائع) / ( $\Delta$  الناتج المحلي الإجمالي / الناتج المحلي الإجمالي)

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

0.2	-1.4	-0.4	0.1	-0.3	-0.2	31.3	21.8	53.2	2016
0.6	2.0	1.3	0.2	0.4	0.6	25.8	20.5	46.9	المتوسط

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادًا على بيانات الملحق رقم (3) و(5).

يتضح لنا من خلال الجدول السابق ما يلي:

**بالنسبة للميل المتوسط لإجمالي الودائع:** فقد تراوحت نسبته ما بين 39.2% و 55.5% بمتوسط للفترة نسبته 46.9%؛ أي أن نسبة 46.9% من الناتج المحلي الإجمالي اتجهت خلال الفترة من 2001 إلى 2016 نحو الإيداع البنكي، وهي نسبة ساهمت في إحداثها الودائع لأجل، وبدرجة أقل الودائع تحت الطلب.

**بالنسبة للميل الحدي لإجمالي الودائع:** فإننا نلاحظ أنه في أغلب السنوات كان أقل بكثير من الواحد الصحيح، وفي السنتين الأخيرتين سجل قيمة سالبة -0.1 في 2015 و -0.2 في 2016 بعد أن كان 2.2 في 2014 وقد بلغ متوسط الميل لفترة التحليل قيمة 0.6 منها 0.4 للودائع تحت الطلب و 0.2 للودائع لأجل، وهذا يعني أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي بدينار واحد قد نتج عنها خلال هذه الفترة زيادة في الودائع تحت الطلب ب 0.4 دينار، وفي الودائع لأجل ب 0.2 دينار. وبالتالي يتضح لنا أن مقدار التغير في الودائع ضعيف مقارنة مع مقدار التغير في الناتج المحلي الإجمالي.

**بالنسبة لمعامل المرونة لإجمالي الودائع:** فيتضح لنا أنه متقلب وفي كثير من الأحيان يكون أقل من الواحد، أي أن استجابة الودائع للتغير في الناتج المحلي الإجمالي غير منتظمة وضعيفة في معظم الأحيان، ويدل ذلك على ضعف مرونة الودائع البنكية وهذا الأمر ينطبق أكثر على الودائع لأجل.

وما نستنتجه من التحليلات السابقة: أنه بالرغم من النمو المحقق في ودائع البنوك خلال فترة التحليل إلا أن ذلك يعتبر غير كاف، حيث كانت البنوك تعاني من ضعف في فعاليتها في تحفيز الطلب على الودائع خاصة منها طويلة لأجل. لذلك فإن البنوك مطالبة في الفترة المقبلة بمضاعفة جهودها من أجل تنويع أوعيتها الادخارية واستحداث أوعية جديدة أكثر جاذبية، تمكنها من استقطاب مدخرات أكبر وتمدد أطول، وتسمح لها بالمشاركة في تمويل المشاريع التنموية.

## المطلب الثالث: دور النظام البنكي في تخصيص الموارد

### أولاً: توظيفات البنوك

بعد قيام البنوك بأداء وظيفتها في تجميع وحشد المدخرات تأتي مرحلة استغلال وتوظيف تلك المدخرات وبشتى الطرق الممكنة آخذة بعين الاعتبار أسس توظيف مواردها المالية، والتي تشمل تحقيق الأمان في استغلال وتوظيف الأموال وأيضا ضمان السيولة لمواجهة طلبات السحب المفاجئة للودائع، وكذا الربحية لتمكين من تحقيق عوائد للمساهمين والمودعين على حد سواء.

وعند النظر لسبل توظيف واستغلال الأموال التي بحوزة البنوك نجد أنها تأخذ عدة أشكال وذلك على النحو

التالي:

#### 1- أرصدة نقدية سائلة<sup>1</sup>: تشمل الأشكال التالية:

- نقد سائل في خزائن البنوك.

- أرصدة لدى البنك المركزي: وهي أرصدة في شكل حساب جار تفي من خلالها البنوك بمتطلبات الاحتياطي النقدي التي يفرضها البنك المركزي كنسبة مئوية من حجم الودائع.

- أرصدة لدى البنوك المحلية والبنوك الأجنبية: وهي عبارة عن أرصدة من النقد الجاهز تحتفظ بها البنوك لدى بعضها البعض لتسهيل التعامل فيما بينها.

#### 2- قروض بنكية:

وهي تلك الخدمات المقدمة للعملاء، والتي يتم بموجبها تزويد الأفراد والشركات بالأموال اللازمة مقابل تعهد المدين بتسديد تلك الأموال وفوائدها؛ إما دفعة واحدة أو على أقساط في آجال محددة، وتُدعم هذه العملية بمنح مجموعة ضمانات تكفل للبنك استرجاع أمواله حال توقف العميل عن السداد.<sup>2</sup>

وعموماً، فإن الجزء الأكبر من موارد البنوك يستثمر في القروض -هذا بالنسبة للبنوك التجارية- أما البنوك الإسلامية فإن لديها أساليب استثمارية وتمويلية أخرى كالمراجحة والمضاربة والمشاركة، وغيرها من الصيغ الاستثمارية والتمويلية التي تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية على عكس القروض المبنية على أساس الفائدة الربوية.

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص: 52، 54.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 188.

### 3- استثمارات في الأوراق المالية والأوراق التجارية:

إلى جانب التوظيفات السابقة؛ يمكن للبنوك أن توظف جزءا من مواردها في الأوراق التجارية والأوراق المالية التي تتفاوت آجال استحقاقها بين قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل:

**أ- الأوراق قصيرة الأجل:** مثل أذونات الخزينة والأوراق التجارية المخصصة، وهي أصول تمكن البنوك من تحويلها لنقدية بسهولة وبأقل التكاليف من خلال إعادة بيع الأذونات أو إعادة خصم تلك الأوراق التجارية لدى البنك المركزي متى احتاجت هذه البنوك لسببولة.

**ب- الأوراق متوسطة وطويلة الأجل:** مثل السندات والأسهم، وغرض البنوك من الاستثمار في هكذا أصول هو الحصول على عوائد مجزية عكس الأوراق قصيرة الأجل، وذلك لأنه كلما طالت مدة استحقاق الورقة المالية كلما زادت المخاطر وزادت معها العوائد المتوقع الحصول عليها.

### 4- الأصول الثابتة:

من عقارات ومعدات وآلات، وعادة ما يكون استثمار البنوك التجارية في هذه الأصول محدودا باحتياجاتها الضرورية للقيام بأداء وظائفها على أكمل وجه. أما البنوك الإسلامية فإنها تحتاج إلى حجم أكبر من هذه الأصول في إطار عملها بصيغ التمويل المختلفة كالإجارة والاستصناع والمرابحة التي تفرض على البنك القيام بتملك الأصول في فترات معينة<sup>1</sup>.

وكما ذكرنا سابقا فإن الجزء الأكبر من الموارد المجمعة لدى البنوك يتم استغلالها في منح القروض، ولهذا نجد أنه قد تم ذكرها دون سواها من أوجه الاستغلال ضمن المهام الرئيسة للبنوك المذكورة في الأمر رقم 11-03.

وللقروض البنكية أنواع عدة تختلف بحسب المعيار الذي يتم على أساسه تصنيفها، إما حسب الضمان (مضمونة وغير مضمونة) أو المدة (قصيرة الأجل وطويلة الأجل) أو منشئها (حقيقية ومشتقة) أو غيرها من المعايير. والتصنيف الذي سنبنى عليه تحليلنا هو الذي يقسم القروض بحسب المدة وبحسب الجهة المستفيدة حيث نجد الأنواع التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> سليمان ناصر: علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية - في ظل المتغيرات الدولية الحديثة مع دراسة تطبيقية حول علاقة بنك البركة الجزائري ببنك الجزائر - مرجع سابق، ص: 210.

<sup>2</sup> محمود حسين الوادي وآخرون: النقد والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن، 2010، ص ص: 139، 140. بتصرف

**1- أنواع القروض بحسب المدة:**

أ- قروض قصيرة الأجل: وهي التي لا يزيد أجلها عن السنة.

ب- قروض متوسطة الأجل: وهي التي يتراوح أجل استحقاقها بين السنة والخمس سنوات.

ج- قروض طويلة الأجل: وهي التي يزيد أجلها عن الخمس سنوات.

وعادة ما تُوجه القروض قصيرة الأجل لتمويل الأنشطة الجارية للزبائن بينما القروض المتوسطة وطويلة الأجل فتُمنح لتمويل عمليات إقامة مشاريع جديدة أو عمليات توسيع أو تحديث أو تجديد مشاريع قائمة في حد ذاتها. وحتى تؤدي البنوك الدور المنتظر منها في تحقيق التنمية الاقتصادية عليها أن تركز عند استغلالها لما لديها من أموال على المشاريع التنموية وذلك يتم من خلال التوسع في منح القروض المتوسطة وطويلة الأجل لما تقوم به هذه الأخيرة من زيادة في الإنتاج والاستثمار وفي شتى المجالات الصناعية والفلاحية والخدمية وغيرها.

**2- أنواع القروض بحسب الجهة المستفيدة:**

أ- قروض ممنوحة للقطاع الخاص: من أفراد وشركات ومؤسسات.

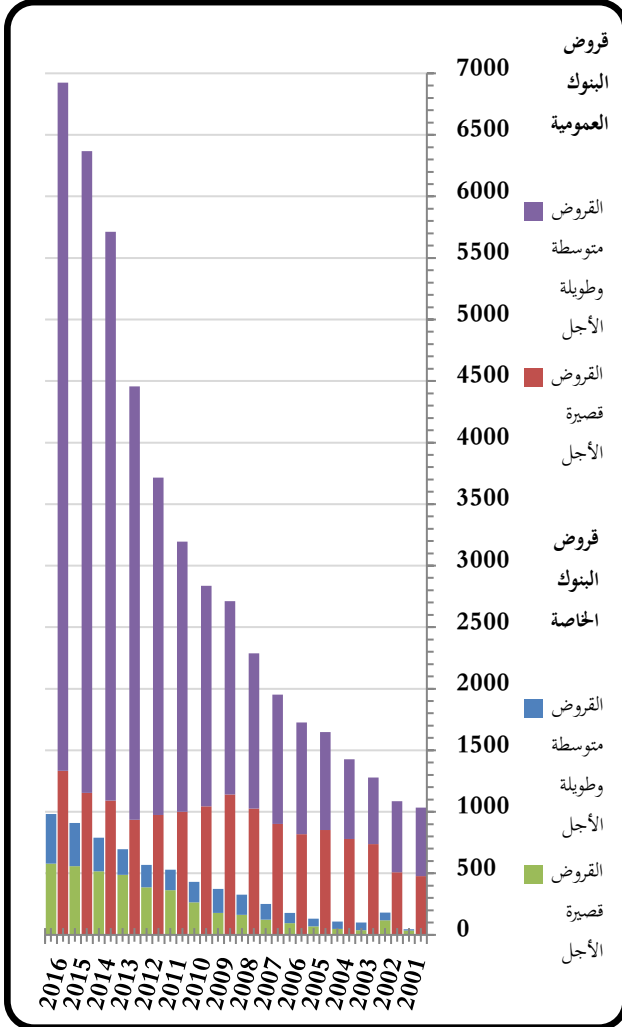
ب- قروض ممنوحة لمؤسسات القطاع العام.

ومن خلال ما سبق ومن أجل تحديد دور النظام البنكي في تخصيص الموارد المالية خلال الفترة من 2001-

2016؛ قمنا بتتبع عملية الإقراض المصرفي خلال هذه الفترة وذلك انطلاقا من الشكلين التاليين:

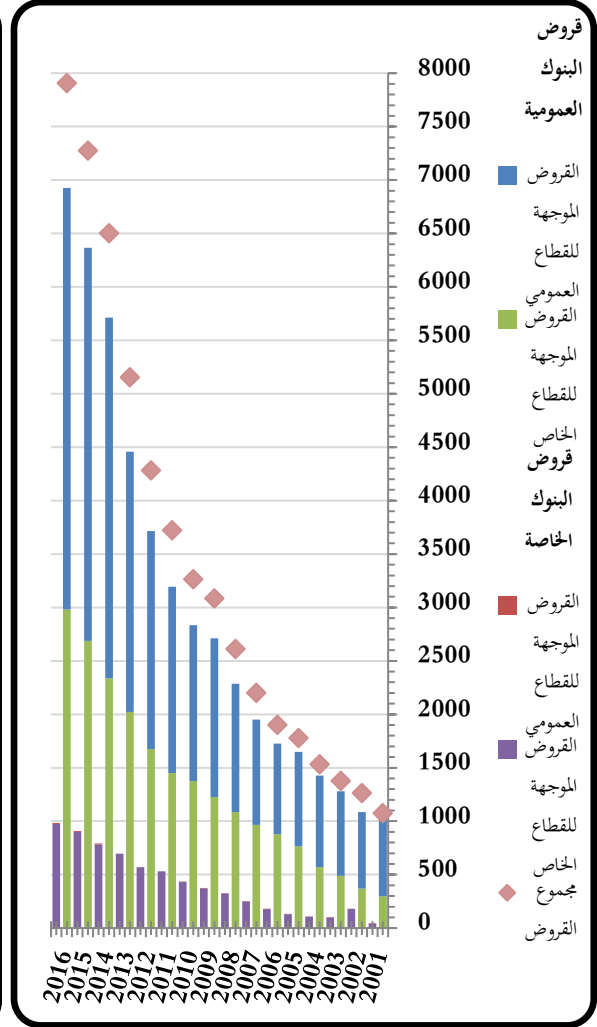
الشكل رقم (2-11): قروض البنوك الجزائرية بحسب المدة  
خلال الفترة: (2016-2001)

الوحدة: مليار دج.



الشكل رقم (2-10): قروض البنوك الجزائرية بحسب الجهة  
المستفيدة خلال الفترة: (2016-2001)

الوحدة: مليار دج.



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (6). المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (7).

نلاحظ من خلال الشكلين السابقين ما يلي:

- أن القروض الإجمالية قد سجلت زيادة مستمرة وكبيرة خلال الفترة 2001-2016 وقد كانت معدلات النمو السنوية خلال الفترة ما بين 2001 و2014 تفوق في معظم السنوات نسبة 14% بل ووصلت في سنة 2014 لـ 26.16%. أما بعد 2014 فقد سجلت القروض تباطؤًا في وتيرة نموها حيث سجلت نسبة نمو قدرها 11.9% في 2015 و8.7% في 2016. ويرجع سبب هذا التباطؤ إلى الانكماش المسجل على مستوى القروض الممنوحة للقطاع العام التي نمت بنسبة 9.1% في 2015 و7.2% في 2016 مقارنة بمعدل نمو قدره 38.9% في

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

2014. ويضاف إلى ذلك في 2016 انكماش في القروض الممنوحة للقطاع الخاص التي نمت بنسبة 10.3% مقارنة بـ 15% في 2015.

- كما نلاحظ أنه خلال الفترة من 2001-2016 كان النمو في قروض البنوك الخاصة يفوق النمو في قروض البنوك العامة، حيث انتقلت قيمة هذه الأخيرة من 1033.0 مليار دج سنة 2001 إلى 6929.1 مليار دج سنة 2016، أي أنها تضاعفت بأكثر من خمس مرات (570.8%) بينما انتقلت الثانية من 44.7 مليار دج سنة 2001 إلى 980.8 مليار دج سنة 2016، أي أنها تضاعفت بأكثر من 20 مرة (2094.2%). وهذا الفارق في النمو أدى في السنوات الأخيرة إلى زيادة حصة قروض البنوك الخاصة من إجمالي القروض، وانخفاض حصة قروض البنوك العامة. ورغم ذلك تبقى البنوك العمومية هي المهيمنة على نشاط منح الائتمان مقابل مساهمة ضئيلة للبنوك الخاصة. فقد بلغ متوسط حصة البنوك العمومية من نشاط منح الائتمان خلال الفترة ما بين 2001-2016 حوالي 89% مقابل 11% بالنسبة للبنوك الخاصة.

- أن القروض الموجهة للقطاع الخاص عرفت معدلات نمو كبيرة خلال الفترة ما بين 2001-2016 سواء بالنسبة للبنوك العمومية أو بالنسبة للبنوك الخاصة (901.0%، 2350.9% على التوالي). ومعدلات النمو هذه فاقت بكثير معدلات النمو في القروض الموجهة للقطاع العام بالنسبة للبنوك العمومية والبنوك الخاصة (436.4%، 90%) على التوالي.

- قروض البنوك العمومية 56.5% منها كمتوسط للفترة كانت موجهة للقطاع العمومي و 42.8% موجهة للقطاع الخاص. بينما قروض البنوك الخاصة فقد كانت تقريبا كلها موجهة للقطاع الخاص 98.7%.

- تفوق حصة القروض الممنوحة للقطاع العمومي كمتوسط للفترة (2001-2016) على حصة القروض الممنوحة للقطاع الخاص وإن كان بنسبة قليلة (1.5%).

- النمو في القروض المتوسطة وطويلة الأجل الممنوحة سواء من قبل البنوك العمومية أو الخاصة (908.2%، 4006.1%) على التوالي كان يفوق بكثير النمو في القروض قصيرة الأجل في كلا البنكين (178.8%، 1562.18%) على التوالي.

- قروض البنوك العمومية 60.6% منها كمتوسط للفترة كانت قروضا متوسطة وطويلة الأجل، و 35.5% كانت قروضا قصيرة الأجل. بينما قروض البنوك الخاصة كانت 57.4% منها كمتوسط للفترة عبارة عن قروض قصيرة الأجل، و 40.2% قروض متوسطة وطويلة الأجل. وآجال القروض تتماشى مع آجال الودائع المجمعة من كلا البنكين.

- تفوق متوسط حصة القروض متوسطة وطويلة الأجل إلى إجمالي القروض للفترة (2001-2016) على متوسط حصة القروض قصيرة الأجل (58.4%، 39.1%) على التوالي. ويرجع سبب ذلك إلى الارتفاع في القروض

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

طويلة الأجل الموزعة بالخصوص لتمويل الاستثمارات في قطاعي الطاقة والماء ويضاف إلى ذلك ارتفاع القروض الرهنية والقروض الموجهة لتمويل سلع معمرة لفائدة الأسر<sup>1</sup>.

من التحليلات السابقة نستنتج أن:

- الجهاز المصرفي الجزائري طيلة الفترة 2001-2016 استطاع تنمية دوره الائتماني وهذا حتى خلال السنتين الأخيرتين بعد ظهور الأزمة النفطية، وإن كان بشكل أقل عما كان عليه قبل الأزمة وهذا ناتج عن التراجع المسجل خلال هتين السنتين في ودائع البنوك إثر انخفاض موارد قطاع المحروقات والقطاعات خارج المحروقات، والذي انعكس على ودائع هذه القطاعات الممنوحة للبنوك. وقد ساهمت كل من البنوك العمومية والبنوك الخاصة في توسيع النشاط الائتماني للجهاز المصرفي خلال فترة التحليل وإن كان دور البنوك العمومية هو الغالب.

- الجهاز المصرفي خلال فترة التحليل اتجه أكثر نحو تمويل المشاريع التنموية، من خلال توجيهه اللافت نحو تقديم القروض المتوسطة وطويلة الأجل الضرورية لتمويل المشاريع الاستثمارية، وإن كان بالنسبة للبنوك الخاصة تبقى معظم قروضها قصيرة الأجل كنتيجة طبيعية لقصر آجال الودائع المجمعة من قبلها. مما يحتم عليها البحث عن الأمان وعدم المخاطرة بمنح قروض طويلة الأجل.

- الوضعية المالية المريحة للخبزينة العمومية التي ميزت معظم فترة التحليل مكنت القطاع الخاص من الوصول للتمويل من الجهاز المصرفي دون تهميش أو مزاحمة من قبل القطاع العام، وهو وإن كان أمرا إيجابيا نظرا للدور الكبير للقطاع الخاص في تحقيق التنمية الاقتصادية الذي لا يستطيع القيام بها دون توافر التمويل الكافي والشروط الملائمة؛ إلا أنه في الوقت نفسه سلبى لارتباطه بمدى استقرار المالية العامة للدولة، والتي ترتبط بدورها بعوامل خارجية غير متحكم فيها، حيث يطرح الإشكال في حال استمرار الوضعية المالية الصعبة التي تعيشها البلاد الآن والتي ستحتم على القطاع العام اللجوء أكثر للبنوك لتوفير احتياجاتها المالية، ومن ثم مزاحمة القطاع الخاص في الحصول على التمويل البنكي.

بعد التعرض للتطور في القروض البنكية خلال الفترة من 2001-2016 وبعد أن تبين لنا أن دور البنوك التمويلي قد تزايد؛ توجب علينا معرفة ما إذا كان هذا الدور المتزايد يتناسب مع حجم النشاط الاقتصادي وذلك من خلال حساب معامل المرونة الداخلية للقروض\*.

<sup>1</sup> بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2013، مرجع سابق، ص: 108.

\* معامل المرونة للقروض =  $\frac{\Delta \text{القروض}}{\Delta \text{الناتج المحلي الإجمالي}} / \frac{\Delta \text{الناتج المحلي الإجمالي}}{\Delta \text{الناتج المحلي الإجمالي}}$

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

الجدول رقم (2-6): معامل المرونة الداخلية لقروض البنوك الجزائرية خلال الفترة: (2001-2016)

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	البيان	
-1.8	1	1.6	0.6	0.7	0.7	0.6	2.5	-	مجموع القروض	المرونة الداخلية
-1.1	0.9	1.2	-0.1	0.5	0.4	1.4	3.2	-	للقروض قصيرة الأجل	
-2.4	1.2	1.9	1.2	0.9	1	-0.3	1.9	-	للقروض متوسطة وطويلة الأجل	
المتوسط		2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان	
1.5	2.9	-3.1	7.4	7.4	1.4	0.6	0.3	0.3	مجموع القروض	المرونة الداخلية
0.9	4	-1.7	3.7	1.7	0	0.2	0	0	للقروض قصيرة الأجل	
1.8	2.6	-3.6	8.8	10.1	2.1	1	0.5	0.5	للقروض متوسطة وطويلة الأجل	

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (3) و(7).

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن معامل المرونة الداخلية عرف تقلبات عدة خلال فترة التحليل؛ فتارة يكون في تزايد وتارة يكون في انخفاض، وفي سنوات يكون أقل عن الواحد الصحيح، وفي سنوات أخرى يسجل قيما تفوق الواحد الصحيح - باستثناء سنة 2008 كان يساوي الواحد- بينما كان يُفترض أن يكون معامل المرونة الداخلية مساويا للواحد الصحيح حتى تتعادل الزيادة في حجم الائتمان المصرفي مع الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي، أما المعامل أكبر أو أقل من الواحد الصحيح فإن ذلك يشير إلى وجود حالات تضخمية أو انكماشية ضعيفة أو حادة بحسب بعد أو قرب المعامل عن الواحد. حيث يؤدي منح الائتمان إلى إحداث ضغوط تضخمية في حال التوسع في الإقراض دون أن يصاحب ذلك توسع مماثل في حجم النشاط الاقتصادي بينما يحصل العكس في حال ما إذا كان هناك انكماش في الائتمان المصرفي بشكل لا يتوافق واحتياجات النشاط الاقتصادي<sup>1</sup>.

بعد تعرفنا في المطلبين السابقين على تطور كل من الودائع والقروض في النظام البنكي الجزائري خلال الفترة من 2001 إلى 2016، سنحاول في المطلب الموالي الربط بين كلا العنصرين وذلك من خلال تسليط الضوء على واقع تمويل الودائع للقروض.

<sup>1</sup> بظاهر علي، مرجع سابق، ص: 283.

ثانيا: أهمية الودائع في تغطية قروض البنوك الجزائرية

حتى نتعرف على واقع تمويل الودائع للقروض قمنا بإدراج الجدول التالي:

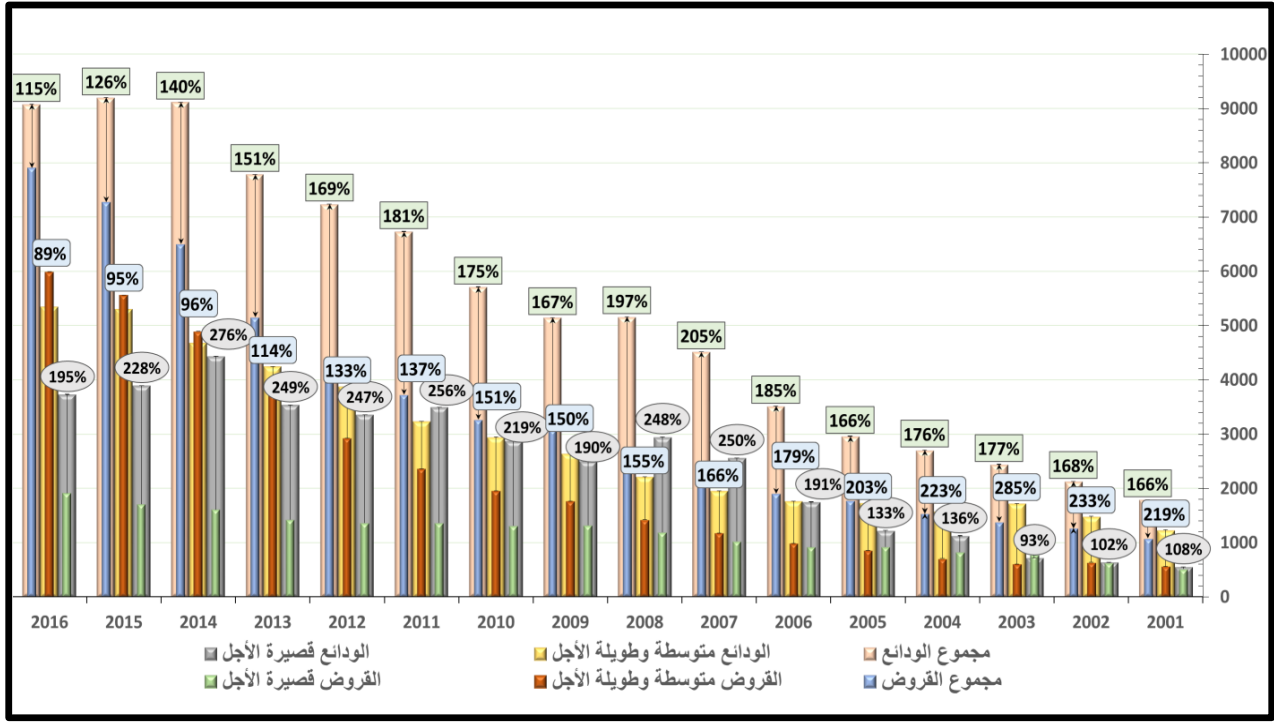
الجدول رقم (2-7): ودائع البنوك الجزائرية مقابل قروضها خلال الفترة (2001-2016)

الوحدة: (%)

البيان	مجموع الودائع - مجموع القروض (مليار دج)	الودائع طويلة الأجل	الودائع قصيرة الأجل	البيان	مجموع الودائع - مجموع القروض (مليار دج)	الودائع طويلة الأجل	الودائع قصيرة الأجل	البيان
2001	712.2	166	219	2009	2061.3	150	190	البيان
2002	861.4	168	233	2010	2445.4	151	219	البيان
2003	1063.4	177	285	2011	3008.3	137	256	البيان
2004	1171	176	223	2012	2952.4	133	247	البيان
2005	1181.7	166	203	2013	2632.9	114	249	البيان
2006	1612.4	185	179	2014	2614.6	96	276	البيان
2007	2313.6	205	166	2015	1925.1	95	228	البيان
2008	2547.7	197	155	2016	1172.1	89	195	البيان

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (5) و(7).

الشكل رقم (2-12): ودائع البنوك الجزائرية مقابل قروضها خلال الفترة: (2016-2001)



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات الملحق رقم (5) و(7).

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن تمويل الودائع للقروض المصرفية الجزائرية خلال الفترة من 2001 إلى 2016 قد مر بمرحلتين:

**المرحلة الأولى (2001 - 2011):** خلال هذه المرحلة سجلت نسبة الودائع إلى القروض تقلبات عدة، ورغم ذلك فقد حافظت على مستويات عالية نتيجة زيادة الودائع المجمعة بنسب فاقت نسب الزيادة في القروض الممنوحة من قبل البنوك. وهذا ما أدى إلى تزايد الفجوة بين الودائع والقروض؛ أي تزايد الأموال غير المستغلة لدى البنوك، أو ما يسمى بفائض السيولة الذي انتقل من 712.2 مليار دج في 2001 إلى أعلى قيمة له في 2011، والتي قدرت بـ 3008.3 مليار دج. وهذا الفائض جزء منه ودائع قصيرة الأجل والجزء الآخر ودائع طويلة الأجل، حيث طيلة هذه الفترة كانت نسبة الودائع قصيرة الأجل إلى القروض قصيرة الأجل تفوق 100% - باستثناء سنة 2003 - وكانت هذه النسبة منذ سنة 2006 تقترب أو تفوق 200%، ما يعني أن هناك نسبة كبيرة من هذه الودائع كانت طيلة الفترة غير مستغلة، وكذلك الحال فيما يخص الودائع طويلة الأجل لكن بدرجة أقل، حيث كانت نسبة الودائع طويلة الأجل إلى القروض طويلة الأجل تفوق 200% في السنوات الأولى حتى 2005، ثم أخذت تتناقص بعدها تدريجياً ما يعني تناقص حجم الودائع طويلة الأجل غير المستغلة.

**المرحلة الثانية (2011 إلى 2016):** خلال هذه المرحلة تراجعت نسبة تغطية الودائع المجمعة للقروض الممنوحة، وذلك نتيجة توسع البنوك في الإقراض مقابل تباطؤ في نمو الودائع. وفي السنوات الأولى من هذه المرحلة من 2012 إلى 2014 لم يؤثر ذلك التراجع كثيرا على فائض السيولة كما حدث في السنتين الأخيرتين بعد الأزمة النفطية أين تقلصت الفجوة بشكل كبير بين الودائع والقروض، وسبب ذلك راجع بالدرجة الأولى إلى تراجع الفجوة بين الودائع طويلة الأجل والقروض طويلة الأجل، حيث أصبحت الودائع طويلة الأجل ولأول مرة غير كافية لتغطية كامل القروض طويلة الأجل مما أدى إلى استخدام جزء من الودائع قصيرة الأجل في سد العجز.

ما نستنتجه من التحليل السابق أن دور البنوك الجزائرية في تمويل الاقتصاد كان دون المستوى، إذ أنها كانت تحتفظ بمبالغ هامة دون استعمالها في تحريك عجلة الاقتصاد، مما أدى ولفترة طويلة من الزمن إلى تشكل فائض هيكلية في السيولة المصرفية. وبالرغم من ذلك لم يكن هنالك ضغط كبير على البنوك للتغيير من سياساتها لأن الدولة كانت تعيش في أريحية مالية، وكانت تعتمد في تمويل مشاريعها الاستثمارية على موارد الخزينة. أما الآن وبعد تراجع موارد الدولة فقد بات الضغط على البنوك كبيرا لإشراكها في عملية تمويل التنمية الاقتصادية، إلا أن البنوك باتت غير قادرة على تلبية الطلب المتزايد على الاقتراض نتيجة تراجع الودائع المجمعة لديها وهو الأمر الذي جعلها مطالبة بزيادة كفاءتها في حشد المدخرات المالية خاصة طويلة الأجل.

### تدابير مواجهة التقلص في السيولة المصرفية:

حتى يواجه النظام المصرفي تقلص السيولة المصرفية قام بنك الجزائر باتخاذ عدة تدابير من أهمها<sup>1</sup>:

- 1- خفض معدل الاحتياطي الإلزامي من 12% إلى 8% في ماي 2016.
- 2- العودة لعمليات السوق المفتوحة وتسهيله الإقراض الهامشية، في سبتمبر 2016.
- 3- وقف عمليات استرجاع فائض السيولة في السوق النقدي، في أكتوبر 2016.
- 4- تخفيض معدل إعادة الخصم من 4% إلى 3.5%، في أكتوبر 2016.
- 6- إصدار بنك الجزائر التعليم رقم 04-2017 التي تقلل من معدل الاحتياطي الإلزامي من 8% إلى 4%.

إلى جانب هذه التدابير أكد بنك الجزائر على ضرورة تضمين استراتيجية البنوك لأولوية جمع الموارد المالية المتوفرة خارج القنوات المصرفية<sup>2</sup>، والتي بلغت مستويات كبيرة - كما يتضح من خلال الجدول رقم (2-8) - تؤكد ضعف قدرة

<sup>1</sup>La Banque d'Algérie opère une nouvelle baisse du taux de la Réserve Obligatoire de 8% à 4%, Banque d'Algérie, 2017. Sur le site web de la banque: [https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/reserveobligatoire\\_31072017.pdf](https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/reserveobligatoire_31072017.pdf), 15/9/2018.

<sup>2</sup> بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2016، مرجع سابق، ص: 134.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

البنوك على استقطاب رؤوس الأموال وذلك في ظرف تزداد فيه الحاجة لتوجيه تلك الأموال نحو تمويل المشاريع الاستثمارية لتحقيق الأهداف التنموية المنشودة.

الجدول رقم (2-8): التداول النقدي خارج البنوك الجزائرية بالنسبة للكتلة النقدية M2 خلال الفترة: (2001-2016)

(2016)

البيان	السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
التداول النقدي خارج البنوك / m2 (%)		23.3	22.9	23.3	23.4	22.2	21.9	21.4	22.1	25.5
البيان	السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	المتوسط	
التداول النقدي خارج البنوك / m2 (%)		25.3	25.9	26.8	26.8	26.7	30	32.5	24.9	

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على: بنك الجزائر: تقارير التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر للسنوات: 2002، 2006، 2011،

2016.

من خلال الجدول السابق يتضح لنا أن حصة النقود الورقية ضمن الكتلة النقدية كانت مستقرة في حدود العشرين بالمئة في السنوات الأولى وإلى غاية سنة 2009، حيث ارتفعت وأصبحت تشكل ربع الكتلة النقدية M2 و بقيت كذلك لسنوات مع بعض الزيادة لترتفع وبشكل غير مسبوق في 2015 و 2016، فقد باتت تفوق 30%.

وزيادة الكتلة النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي تعني تفضيل الأسر والمؤسسات (الجمهور) لاكتناز أموالهم أو تداولها خارج القنوات المصرفية على وضعها في متناول البنوك، وذلك مرجعه لعدة أسباب منها عدم الثقة في البنوك خاصة بعد إفلاس بنكي الخليفة والبنك الصناعي والتجاري، ومنها الوازع الديني الذي يحول دون تعامل فئة كبيرة من المجتمع مع البنوك التقليدية التي تعتبر الفائدة الربوية المحرمة شرعا أساس تعاملاتها؛ ويضاف لهذين السببين وغيرهما عدم بذل البنوك الجهد الكافي من أجل امتصاص الكتلة النقدية الموجودة خارجها وعدم نجاعة التدابير المتخذة من قبل البنوك في هذا الإطار. وليس أدل على ذلك من أن نجد حجم التداول النقدي خارج البنوك قد وصل إلى مستويات مرتفعة وغير مسبوقة في الوقت الذي تعاني فيه البنوك من تقلص في سيولتها.

ولندارك هذا الوضع وجه البنك المركزي البنوك إلى تقديم ما سميت بالمنتجات التشاركية (أي الإسلامية)، وذلك من خلال فتح نوافذ إسلامية في البنوك العمومية التي يعول عليها كثيرا في تحسين كفاءة القطاع المصرفي نظرا لكثافة سيطرتها عليه.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

كما أرسل بنك الجزائر مذكرة للبنوك والمؤسسات المالية في بداية سنة 2018، تحمل رقم 2018/01 الصادرة بتاريخ 2018/02/14 أكد فيها استمرار اتساع التداول النقدي خارج البنوك وأوضح بأنه قد بلغ ما قدره 33٪ من حجم الكتلة النقدية M2 في نهاية 2018، وهو ما يعادل 4675 مليار دج مقسمة إلى:

- معاملات نقدية واكتناز، بمبلغ تقديري بين 1500 و 2000 مليار دينار من شركات وأسر.

- تداول ائتماني في الاقتصاد غير الرسمي للباقي.

ولاحتواء ذلك تم التأكيد على ضرورة اتخاذ البنوك جملة الإجراءات التالية:

- تنوع أكبر للخدمات والمنتجات المصرفية وتوسيع نطاق المنتجات المالية.

- توفير مرونة أكبر عند التعامل مع زبائنهم، وذلك من خلال التوقف عن المطالبة بتقديم تبريرات في الوقت الذي يتم فيه إيداع الأموال في مكاتبها باستثناء تلك التبريرات المتعلقة بمهوية العميل والتي تدخل ضمن المتطلبات التنظيمية لمعرفة العميل. والشيء نفسه بالنسبة للسحوبات، وذلك بعدم مطالبة الزبائن بتبرير استخداماتهم لتلك الأموال.

- بدل الجهد الكافي من أجل تسهيل حصول الزبائن على أموالهم متى أرادوا سحبها.

- إقرار برامج تدريبية وحملات توعوية من أجل تطوير الإدماج المصرفي والمالي بطريقة فعالة ومستدامة.<sup>1</sup>

بالوقوف على الواقع الذي تمر به البنوك الجزائرية اتضح لنا أنها باتت تعاني من نقص في السيولة في وقت الاقتصاد الجزائري في أمس الحاجة لتوفير الموارد المالية الكافية لتحقيق معدلات التنمية المنشودة. وهذا النقص في السيولة جاء بعد أن كانت البنوك تعاني من فائض في مواردها المالية والذي تراجع تدريجيا إثر الأزمة النفطية نتيجة تراجع ودائع قطاع المحروقات والقطاع خارج المحروقات.

ونتيجة تراجع سيولة المصارف تم توجيه البنوك نحو تخفيض احتياطياتها الإلزامية لدى البنك المركزي، واللجوء لإعادة التمويل لدى هذا الأخير من خلال تحفيزها على إعادة الخصم والدخول للسوق المفتوحة. وإضافة لهذه الإجراءات تم مطالبة البنوك بتنوع منتجاتها المصرفية.

وفي ظل هذا الواقع؛ تبرز الحاجة للصكوك الإسلامية كمصدر تمويلي جديد يتوافق مع رغبة فئة كبيرة من المجتمع الذي يرفض التعامل بالفائدة وهو ما يُمكن البنوك من امتصاص الكتلة النقدية المتداولة خارجها، ويزيد بالتالي من قدرتها على حشد المدخرات دون اللجوء للبنك المركزي مع ضمان توجيه تلك المدخرات لمشاريع حقيقية، عكس

<sup>1</sup> Note aux Banques et Etablissements financiers N° 01/2018, Banque d'Algérie, 14/02/2018, sur le site web de la banque: <https://www.bank-of-algeria.dz/html/notesauxbanques2018.htm>, 10/01/2018.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

التمويل بالقروض الذي يؤدي في أوقات معينة إلى إحداث موجات تضخمية نتيجة الزيادة في المعروض النقدي دون إحداث زيادة في الناتج المحلي الإجمالي.

### المبحث الثالث: واقع التمويل عن طريق سوق رأس المال

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق رأس المال في جذب الموارد المالية من الجهات ذات الفائض المالي وتوجيهها نحو الجهات ذات العجز المالي. ويتم ذلك من خلال أدوات مالية معينة، كالأسهم والسندات وغيرها. وهذه الوظيفة أكسبت الأسواق المالية أهمية بالغة لدى الدول المتقدمة، حيث اعتبرتها هذه الأخيرة أحد أهم مصادرها التمويلية. ونجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة خاصة في مجال تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛ جعل الدول النامية تقتنع بضرورة إقامة وتفعيل أسواقها المالية، وذلك حتى تتمكن من مواجهة مشاكلها المتعلقة بعدم توفر رؤوس الأموال الكافية وبالشروط المناسبة لتمويل مشاريعها التنموية.

وبالنسبة للجزائر فقد شرعت في ثمانينات القرن الماضي بإحداث إصلاحات اقتصادية شاملة سعت من خلالها للانتقال من الاقتصاد الموجه الذي فشل في رفع معدلات التنمية الاقتصادية، إلى اقتصاد السوق. وفي خضم هذه الإصلاحات قامت الجزائر بإنشاء سوق للأوراق المالية " بورصة الجزائر"، وكان هدفها من ذلك هو إشراك السوق في عملية تمويل التنمية الاقتصادية التي لطالما اعتمدت في عملية تمويلها على الخزينة العمومية بالدرجة الأولى والجهاز المصرفي بالدرجة الثانية.

ومن أجل التعرف على سوق رأس المال بالجزائر ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية خلال الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2016، قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

**المطلب الأول:** بنية سوق رأس المال الجزائري.

**المطلب الثاني:** دور سوق سندات رأس المال في تمويل الاقتصاد.

**المطلب الثالث:** دور سوق سندات الدين في تمويل الاقتصاد.

## المطلب الأول: بنية سوق رأس المال الجزائري

عادة ما تُعرف سوق رأس المال بأنها: " السوق التي يُعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كالأسهم". وقد سميت بسوق رأس المال؛ لكونها السوق التي يقصدها أصحاب المشاريع الاقتصادية لتكوين رأس المال الضروري لإقامة مشاريعهم المختلفة<sup>1</sup>.

ولسوق رأس المال تصنيفات مختلفة إلا أن الشائع في الغالب هو تصنيفها إلى سوق أولية وسوق ثانوية.

**السوق الأولية:** وهي السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة وتسمى أيضا بسوق الإصدار، ويتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك من خلال إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية؛ كما يتم من خلال هذه السوق اقتراض الحكومات والشركات، وغيرها ما تحتاجه من أموال من خلال إصدارها لأدوات الدين كالسندات<sup>2</sup>.

**السوق الثانوية:** وهي السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية المصدرة سابقا. ويطلق على هذه السوق أيضا بـ "سوق التداول".

ولأن السوق الأولية تؤدي إلى حصول المصدرين على أموال تمكنهم من إقامة مشاريع استثمارية جديدة أو التوسع في مشاريع استثمارية قائمة؛ فإنه بالإمكان القول بأن هذه السوق هي سوق للاستثمار الحقيقي، أما السوق الثانوية فهي عكس ذلك؛ إذ لا ينتج عن التعامل فيها أي زيادة في الإنتاج الحقيقي وإنما تؤدي فقط لنقل الأوراق من يد لأخرى مع الاستفادة من فارق الأسعار وبالتالي فهي سوق للاستثمار المالي.

وفي الجزائر يطلق على سوق رأس المال بـ "سوق القيم المنقولة". ويقصد بالقيم المنقولة الأدوات المالية التي تصدرها الشركات ذات الأسهم أو الدولة والتي تأخذ شكلين رئيسيين هما: الأسهم والسندات<sup>3</sup>.

وتتشكل سوق القيم المنقولة من سوقين؛ الأول لسندات رأس المال (الأسهم)، والثانية لسندات الدين.

### 1- سوق سندات رأس المال: وتتكون من:

#### أ- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى.

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، جدة، 2005، ص: 61.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 68.

<sup>3</sup> بورصة الجزائر: منشورات خاصة بالعموم "القيم المنقولة"، ص: 2، متوفرة على الموقع الرسمي للبورصة على الرابط التالي: <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf>، تاريخ الإطلاع: 2019/7/14.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

**ب- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) رقم 12-01. ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة هامة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

### 2- سوق سندات الدين: وتتكون من:

**أ- سوق سندات الدين:** التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

**ب- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية:** المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية "سندات الخزينة المماثلة" (OAT). وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في سندات الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: دور سوق سندات رأس المال في تمويل الاقتصاد

تتيح سوق سندات رأس المال في بورصة الجزائر لكل من الشركات الكبرى وكذا المؤسسات المتوسطة والصغيرة خياراً بديلاً عن الاقتراض المصرفي لتلبية حاجاتها التمويلية. إذ تتعرض هذه الهيئات في حالات عديدة للكثير من العراقيل التي تحول دون حصولها على احتياجاتها التمويلية من خلال البنوك، وهذا ما يضطرها للبحث عن مصادر تمويلية أخرى، ومن أجل ذلك قد تلجأ لسوق سندات رأس المال لتجميع رؤوس الأموال التي تحتاجها من خلال إصدارها لأسهم (سندات رأس المال). وخلال الفترة من 2001 إلى 2016 أصدرت سندات رأس المال 3 شركات وهي<sup>2</sup>:

**- أليانس للتأمينات:** التي تنشط في قطاع التأمينات والتي قامت سنة 2010 بعرض 31 % من رأس مالها الاجتماعي للاكتتاب، ما يعادل 1.44 مليار دينار.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر على الرابط التالي: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145> ، تاريخ الإطلاع: 2019/7/14.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الروابط التالية:

- [http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe\\_cote](http://www.sgbv.dz/ar/?page=societe_cote) ، 2019/7/2.

- [http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe) ، 2019/7/2.

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

- أن -سي-اروية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية التي قامت سنة 2013 ببيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25٪ من رأس مالها وهو ما يعادل 849.2 مليون دينار جزائري.

- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني التي طرحت أسهما بقيمة إسمية قدرها 5.1 مليار دج.

وكل هذه الشركات هي شركات كبرى بينما الشركات الصغيرة والمتوسطة فإنه منذ أن تم السماح لها بالدخول في البورصة من خلال سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي أسس في 2012 وحتى نهاية سنة 2016 لم يتم تسجيل أي دخول لأي مؤسسة من هذه المؤسسات للسوق، وذلك رغم التسهيلات والحوافز المقدمة لها من قبل القائمين على السوق لتشجيعها على إصدار أسهم والاستفادة من السوق في حشد المدخرات لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

ويفهم مما سبق أن اعتماد الشركات الجزائرية على إصدار أسهم لتغطية احتياجاتها التمويلية يكاد يكون منعدما؛ أي أن هناك غياب لدور سوق سندات رأس المال في تمويل هذه الشركات. وهو ما يطرح التساؤل عن مدى جدوى قيام السوق إذا كان غير قادر على استقطاب الشركات للتمول من خلاله.

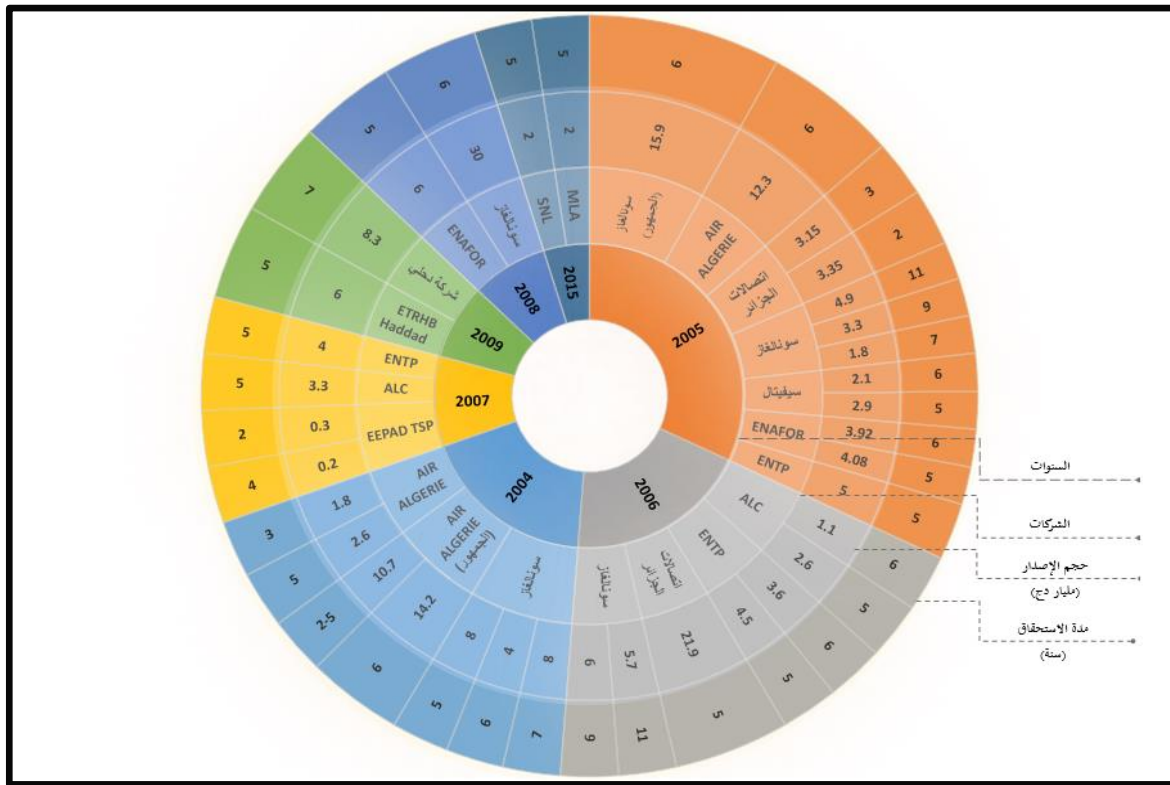
### المطلب الثالث: دور سوق سندات الدين في تمويل الاقتصاد

إن سوق سندات رأس المال بتوفيرها لرؤوس الأموال الضرورية لتمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة للشركات؛ تؤدي إلى دخول شركاء مالكين لجزء من رأس مال هذه الشركات نظرا لكون سندات رأس المال (الأسهم) هي أوراق مالية تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال. وبالنسبة للشركات التي ترغب في توفير موارد مالية من خلال البورصة دون أن ينتج عن ذلك إشراك أطراف أخرى في رأس مالها فإنها تفضل في هذه الحالة الاستدانة، ويتم ذلك من خلال إصدار هذه الشركات لنوع آخر من الأوراق المالية وهي سندات الدين.

والشكل التالي يوضح حجم إصدارات سندات الدين من قبل الشركات الجزائرية خلال الفترة ما بين 2001-

2016.

الشكل رقم (2-13): إصدارات القروض السندية في بورصة الجزائر خلال الفترة: (2001-2016)



المصدر: بيانات مجمعة من:

- التقارير السنوية للجنة COSOB.

- وموقع لجنة COSOB: <https://www.COSOB.org/>.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أنه خلال الفترة من 2001 إلى 2016 أصدرت 12 شركة جزائرية 23 قرضا سنديا في سبع سنوات، بينما في باقي السنوات لم يتم فيها إصدار أي قرض سندي وقد تركز الإصدار في السنوات من 2004 إلى 2009 ليتوقف لسنوات ويعود مجددا في 2015. ومن بين الشركات المصدرة للقروض السندية توجد:

- سبع شركات من القطاع العام هي: شركة الخطوط الجوية الجزائرية، مجمع سونلغاز، اتصالات الجزائر، المؤسسة الوطنية للحفر ENAFOR (فرع من فروع سوناطراك)، المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار ENTP (فرع من فروع سوناطراك)، الشركة المغربية للإيجار الجزائر (MLA) والشركة الوطنية للإيجار المالي (SNL) وقد بلغت إصدارات هذه الشركات مجتمعة مبلغا قدره: 192.3 مليار دج وهو ما يمثل 87.8% من إجمالي القروض السندية.

- وأربع شركات من القطاع الخاص هي: مؤسسة سيفيتال، شركة دحلي، مؤسسة الأشغال العمومية حداد، الشركة العربية للإيجار (ALC)، شركة التعليم المهني عن بعد والتزويد بخدمات الإنترنت، وقد أصدرت هذه الشركات ما مجموعه 26.8 مليار دج مُشكّلة 12.2% من إجمالي القروض السندية، مع ملاحظة أن كل

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

شركة من شركات القطاع الخاص قد أصدرت سندات لمرة واحدة فقط دون أن تكرر العملية باستثناء الشركة العربية للإيجار التي أصدرت سندات في 2006 ثم 2007 لتغيب عن الساحة فيما بعد.

وقد وزعت القروض السندية للشركات ما بين متوسطة وطويلة الأجل، حيث بلغ حجم القروض السندية متوسطة الأجل (ما بين 2 إلى 5 سنوات) ما قدره 94.7 مليار دج، وهي تمثل 43.1% من إجمالي القروض السندية. أما القروض السندية طويلة الأجل (تفوق مدتها 5 سنوات) فقد بلغ حجمها 125.0 مليار دج وهي بذلك تشكل 56.9% من إجمالي القروض السندية.

وقد وجهت كل القروض السندية للمستثمرين المؤسسين باستثناء سندي شركة الخطوط الجوية الجزائرية لسنة 2004، وشركة سونلغاز لسنة 2005 اللذان وُجِّها للجمهور.

من خلال ما سبق يمكننا استنتاج الآتي:

- أن الشركات الجزائرية تعتبر سوق سندات الدين مصدرا تمويليا هامشيا، وهذا ما جعل هذا السوق يتميز بضعف كبير في عدد الشركات المصدرة للقروض السندية، حيث خلال 16 سنة أصدرت فقط 12 شركة سندات لتوفير احتياجاتها التمويلية.

- أن من الشركات المصدرة -على قلتها- كانت شركات القطاع العام المستفيد الأكبر من سوق سندات الدين عكس شركات القطاع الخاص التي في العادة هي التي تلجأ أكثر لسوق رأس المال نظرا للصعوبات التمويلية التي تتلقاها من البنوك.

- أن الشركات المصدرة قد استفادت أكثر من سوق سندات الدين في تمويل المشاريع الكبرى التي تتطلب رؤوس أموال طويلة الأجل.

- أن هناك فئة كبيرة من المستثمرين لم تستفد من سوق سندات الدين في استثمار فوائضها المالية نظرا لتوجيه المصدرين لمعظم قروضهم السندية لفئة المستثمرين المؤسسيين دون إشراك باقي الفئات.

وللحكم أكثر على دور سوق سندات الدين في تمويل الشركات الجزائرية قمنا بإدراج الجدول التالي:

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

الجدول رقم (2-9): نسبة القروض السندية إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى القروض متوسطة وطويلة الأجل خلال الفترة: (2001-2016)

السنوات	البيان
2016	القروض السندية (مليار دج)
2015	4
2014	-
2013	-
2012	-
2011	-
2010	-
2009	31
2008	36
2007	7.8
2006	44.9
2005	62.7
2004	49.3
2003	-
2002	-
2001	-
	القروض السندية (%)
	0.02
	-
	-
	-
	-
	-
	0.1
	0.3
	0.1
	0.5
	0.8
	0.8
	-
	-
	-
	القروض السندية (%)
	0.1
	-
	-
	-
	-
	-
	-
	0.8
	2.5
	0.7
	4.5
	7.3
	7.0
	-
	-
	-
	القروض متوسطة وطويلة الأجل

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على:

- التقارير السنوية للجنة COSOB.

- الملحق رقم (3).

من خلال الجدول السابق يتضح لنا أن إصدارات سندات الشركات قد تميزت بالتذبذب الكبير. كما تميزت نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي بالضعف الشديد، ففي كل السنوات لم تصل هذه النسبة إلى الواحد بالمئة وهذا ما يؤكد ما تم استنتاجه من قبل من أن الشركات الجزائرية تعتبر سوق رأس المال مصدرا تمويليا هامشيا؛ فهي إما أن تحصل على التمويل من مصادرها الذاتية أو عبر القروض المصرفية، وذلك ما تثبته نسبة إصدارات سندات الشركات إلى القروض المصرفية المتوسطة وطويلة الأجل التي تراوحت ما بين 0.1% و 7.3%. ما يعني أنه في أحسن الأحوال كانت الأموال المجمعة من قبل الشركات عن طريق سوق سندات الدين خلال الفترة من 2001 إلى 2016 تمثل 7.3% فقط مما تحصل عليه هذه الشركات من قروض مصرفية متوسطة وطويلة الأجل.

وما يمكن استنتاجه مما سبق هو أن هناك ضعفا كبيرا لدى سوق سندات الدين الجزائري في استقطاب المصدرين من الشركات، ما جعل هذه الأخيرة تفضل التوجه نحو البنوك للحصول على الموارد المالية الضرورية لتمويل استثماراتها على أن تتجه لسوق سندات الدين.

## الفصل الثاني — واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

ويطلق على الاقتصاد الذي يركز التمويل فيه على النظام البنكي بـ "اقتصاد الاستدانة"، حيث تُلبى فيه جل الاحتياجات التمويلية عن طريق الاقتراض من البنوك، وهذا عكس "اقتصاد السوق المالي" الذي يتم فيه اللجوء للسوق المالي لتلبية الاحتياجات التمويلية المختلفة من خلال طرح الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

إلى جانب المصدرين من الشركات؛ بإمكان الحكومة الاستفادة من سوق سندات الدين لتوفير احتياجاتها التمويلية المختلفة، وذلك من خلال إصدار سندات الخزينة العمومية وهي عبارة عن سندات دين سيادية تصدرها الحكومة من خلال المديرية العامة للخزينة، وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها. ويتم إصدار هذه السندات بآجال استحقاق: 7 و 10 و 15 سنة<sup>1</sup>.

وإدخال سندات الخزينة العمومية في البورصة بالإضافة لهدفه التمويلي فهو أيضا يندرج ضمن جهود وزارة المالية من أجل تطوير سوق رأس المال الذي يمثل موردا مكملا ضروريا للتمويل المصرفي. حيث يقود إدراج هذه السندات إلى إنشاء منحى عائد يستخدم كمرجعية بالنسبة إلى مردودية رؤوس الأموال المستثمرة<sup>2</sup>.

والجدول التالي يوضح حجم إصدارات سندات الخزينة العمومية منذ إنشاء السوق المخصصة لهذه السندات في 2008 وإلى غاية سنة 2016.

الجدول رقم (2-10): حجم إصدارات سندات الخزينة العمومية خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج

البيان	السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	المتوسط
سندات الخزينة العمومية (مليار دج)		151.0	226.3	276.0	273.4	297.2	303.8	388.0	473.7	416.6	311.8
سندات الخزينة العمومية PIB (%)		1.4	2.3	2.3	1.9	1.8	1.8	2.3	2.9	2.4	2.1

المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على:

- التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

- بيانات الملحق رقم (3).

<sup>1</sup> بورصة الجزائر: منشورات خاصة بالعموم "القيم المنقولة"، مرجع سابق، ص: 2.

<sup>2</sup> COSOB: rapport annuel COSOB 2009, février 2010, p: 36.

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

من الجدول السابق يتضح لنا أنه بالرغم من أن إصدارات الخزينة العمومية للسندات كانت في تزايد في معظم السنوات إلا أنها تبقى ضعيفة، وهذا ما يجعل نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي متواضعة للغاية، حيث تراوحت ما بين 1.4% و 2.9% بمتوسط قدره 2.1%، ولعل السبب في ذلك يرجع للوفرة المالية التي كانت تعيشها الجزائر والتي كانت تغني الخزينة عن اللجوء للسندات كأداة تمويلية. ومع ذلك حتى في السنتين الأخيرتين بعد الأزمة النفطية التي تسببت في تراجع موارد الخزينة بقيت نسبة السندات إلى الناتج المحلي الإجمالي ضعيفة ولا تتناسب إطلاقاً مع العجز المالي المسجل على مستوى الخزينة الذي قدر في سنة 2015 بـ 3172.34 مليار دج وفي سنة 2016 بـ 2485.79 مليار دج، مما يوحي بعدم جاذبية السوق، الأمر الذي يجعل التفكير في الولوج إليها أمراً مستبعداً.

وبذلك نستنتج أن سوق سندات الدين لا يُستغل بالشكل المناسب وعلى القائمين عليه بدل الجهد الكافي لجعل السوق أكثر جاذبية حتى يخفف العبء الملقى على عاتق الخزينة في تمويل الاقتصاد.

في آخر هذا المبحث، نستخلص أنه في ظل الدور الهامشي الذي يؤديه سوق رأس المال بالجزائر، ومع ما للصكوك الإسلامية من خصائص تميزها عن الأسهم والسندات التي تقتصر التعاملات في سوق رأس المال الجزائري عليها؛ يمكننا القول بأنه بات من الضروري إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري. حيث أن هذا الأخير أصبح في أمس الحاجة لتنوع منتجاته التمويلية حتى يزيد من قدرته على حشد المدخرات طويلة الأجل الضرورية لتوفير الاحتياجات التمويلية للفترة القادمة سواء بالنسبة للحكومة أو الشركات أو البنوك.

وإدراج الصكوك الإسلامية يمكنه أن يستقطب فئات أكبر من المصدرين أصحاب العجز المالي، ومن المستثمرين أصحاب الفائض المالي نظراً لتلاؤم هذه المنتجات المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية السائدة في المجتمع الجزائري، ونظراً للتنوع الكبير في أنواع الصكوك التي يمكن طرحها في السوق بعكس السندات. وهذا ما يزيد من قدرة السوق في حشد المدخرات، وتوسيع مشاركته في تمويل الاقتصاد.

وإدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري. لا تقتصر فائدته على تنوع المنتجات التمويلية للسوق بل إن لذلك فوائد عدة نستنتجها مما تناولناه في الفصل السابق عند التعرض لآثار الصكوك الإسلامية على مستوى الأسواق المالية وتشمل أهم هذه الفوائد تحقيق اتساع سوق القيم المنقولة ورفع كفاءته، وتعزيز دور السوق في الحد من التضخم.

### خلاصة الفصل:

من خلال دراسة واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري، تبين أن الخزينة العمومية كانت هي الممول الأساسي للاقتصاد خلال فترة انتعاش أسعار البترول، حيث استطاعت خلال هذه الفترة أن تُوسع من نفقاتها جراء الوفرة المالية الناتجة عن زيادة عوائد الجباية البترولية. ومع ظهور الأزمة النفطية بدأت قدرات الخزينة العمومية التمويلية تتراجع تدريجيا نتيجة تراجع عائدات الجباية البترولية، وهو ما دفعها للبحث عن مصادر أخرى تعوض النقص في مواردها المالية لتمتكن من الاستمرار في تمويل عملية التنمية الاقتصادية التي بدأتها منذ سنة 2001.

كانت الاستدانة الداخلية بطرح سندات أو بالإصدار النقدي الجديد غير المغطى هي الخيارات التي اعتمدها الخزينة للرفع من قدراتها المالية، إضافة إلى الاستدانة الخارجية التي حاولت أن تكون في الحدود الدنيا. ونتيجة هذه الحلول كانت الفشل بالنسبة لإصدارات السندات. أما الإصدار النقدي الجديد غير المغطى فقد كان أسهل حل وأسوأه في الوقت نفسه نظرا للآثار السلبية المترتبة عنه.

وفي ظل هذه الوضعية التي تمر بها الخزينة تبرز الحاجة لاستخدام الصكوك الإسلامية. فمن خلال ما تتصف به هذه الأدوات التمويلية من خصائص يمكننا القول أن لجوء الخزينة لها كمصدر تمويلي جديد سيوفر الآتي:

- مصدرا تمويليا مرتبطا بمشاريع محددة، وهو ما يسمح بتقليل التبذير الذي أدى إلى إنفاق المليارات دون جدوى.

- تمويلا يعتمد على المشاركة في الربح والخسارة لا على ضمان العائد والفوائد كما هو الحال بالنسبة للسندات.

- تمويلا غير تضخمي لارتباطه بمشاريع حقيقية عكس الإصدار النقدي غير المغطى وعكس السندات التي قد تصرف حصيلتها في مشاريع غير منتجة.

- تمويلا يسمح للجميع بالمشاركة فيه مما يقلل من أعباء الدولة.

وإلى جانب الخزينة العمومية كانت البنوك تشارك في عملية تمويل الاقتصاد خلال فترة انتعاش أسعار البترول. لكن مشاركتها هذه كانت دون المستوى، ولم يكن تأثير ذلك كبيرا على الاقتصاد نظرا للوفرة المالية التي كانت تعيشها البلاد. أما بعد الأزمة النفطية فقد بات استمرار البنوك على العمل بنفس الأداء بمثابة المشكلة. وأصبحت على إثر ذلك البنوك مُطالبات بزيادة مشاركتها التمويلية للاقتصاد.

وقد استطاعت البنوك بالفعل أن تتوسع في منحها للقروض خاصة طويلة الأجل؛ إلا أن ذلك كان غير كاف، حيث كان الطلب على الإقراض يفوق ما يرد للبنوك من ودائع، وهذا ما جعل البنوك تعاني من نقص في السيولة ودفعها

## الفصل الثاني ————— واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري

للجوء للبنك المركزي لإعادة التمويل من خلال إعادة الخصم والسوق المفتوحة.... ولكي تحسن البنوك من قدراتها التمويلية أصبح عليها أن تبحث عن سبل للرفع من قدراتها على حشد المدخرات حتى تكون في مستوى التطلعات. وهنا تظهر الحاجة للصكوك كمصدر تمويلي جديد للبنوك يُمكنها من الحصول على موارد بأجال طويلة وبمبالغ كبيرة ويضمن في الوقت نفسه توجيهها لمشاريع حقيقية، ما يمنع أي آثار تضخمية كما يحدث مع القروض بفائدة.

إضافة لحاجة البنوك الجزائرية للصكوك الإسلامية، تبدو سوق رأس المال بالجزائر أشد حاجة لهذه الأدوات التمويلية. فمنذ تأسيس السوق كان دورها التمويلي يقتصر من ناحية على شركات معدودة كلها كانت مؤسسات كبيرة، ومن ناحية أخرى على تمويل محدود للخزينة، وذلك يخالف الأهداف المسطرة عند تأسيسها.

وبإدراج الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال بالجزائر، يُمكن استقطاب فئات كبيرة من المصدرين ومن المستثمرين بتلبية رغباتهم في توفير منتجات مالية إسلامية تتوافق مع مبادئهم، وتمنحهم القدرة على الاختيار بين أنواع عدة من الصكوك بعكس السندات. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة قدرة السوق على توفير الاحتياجات التمويلية سواء للشركات أو البنوك أو الخزينة. وليس هذا هو المردود الوحيد الناتج عن إدراج الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال بالجزائر بل إن ذلك سيساعد السوق أيضا على التوسع وعلى الرفع من كفاءته إلى جانب مساعدته على تعزيز دوره في الحد من التضخم.

بعد أن تبينت حاجة الاقتصاد الجزائري للاستفادة من الصكوك الإسلامية بما لها من مزايا وآثار إيجابية؛ أصبح من الضروري البحث عن الإجراءات الواجب اتخاذها للاستفادة من هذه الأداة التمويلية والاستثمارية. وهذا ما لا يتم إلا بعد دراسة تجارب العمل بالصكوك في الدول الأخرى؛ حتى يُستفاد منها. وهذا هو موضوع بحثنا في الفصل التالي.

الفصل الثالث:

تجارب الصكوك

الإسلامية

### تمهيد:

لقد خاضت العديد من دول العالم، سواء الإسلامية منها أو غير الإسلامية؛ تجربة العمل بالصكوك الإسلامية بعد أن أدركت أهميتها. وكلما انضمت دولة لسوق الصكوك، كلما أدى ذلك إلى زيادة تراكم خبرات العمل بهذه الأدوات التمويلية والاستثمارية. حيث أن لكل دولة تجربتها في تهيئة المناخ المناسب لإدماج الصكوك، ولكل منها طريقته في الاستفادة من هذه المنتجات المالية كما أن لكل دولة نقاط قوة ونقاط ضعف تميز تجربتها في التعامل بالصكوك الإسلامية.

وتنوع تجارب العمل بالصكوك الإسلامية بمنح الدول غير المنضمة بعد لسوق الصكوك فرصة الاستفادة من خبرات العمل المتراكمة فيرشدها نحو سبل النجاح ويجنبها التعثر أثناء السير. ومن التجارب الرائدة في صناعة الصكوك الإسلامية كل من التجربة الماليزية والتجربة السعودية حيث تعد ماليزيا الدولة المسيطرة على سوق الصكوك العالمي؛ وبعدها في المرتبة الثانية تأتي السعودية؛ التي سلطت الأضواء على تجربتها في السنوات الأخيرة إثر توجيهها بقوة نحو سوق الصكوك الإسلامية لتنويع مصادر تمويلها بعد الأزمة النفطية لسنة 2014.

ولأن الجزائر وهي الدولة المعنية ببحثنا من الدول غير المنضمة بعد لسوق الصكوك الإسلامية رغم حاجتها لذلك كما بينا سابقا؛ فقد تقرر تخصيص هذا الفصل لدراسة كل من التجربة الماليزية والتجربة السعودية لاستخلاص أهم الدروس التي يمكن للجزائر أن تستفيد منها قبل اتخاذ أي خطوة في طريق الولوج نحو سوق الصكوك الإسلامية.

وبناءً على ما سبق؛ تم تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين:

**المبحث الأول: دراسة التجربة الماليزية.**

**المبحث الثاني: دراسة التجربة السعودية.**

## المبحث الأول: دراسة التجربة الماليزية

تعد التجربة الماليزية تجربة رائدة في صناعة الصكوك، فهي تستحوذ على أكبر حصة من سوق الصكوك؛ وما ساعدها على ذلك هو اهتمامها المتزايد بهذه الأدوات التمويلية. فمنذ أن أصدرت أول صكوك لها سنة 1990 لم تدخر أي جهد في تطوير هذه المنتجات وخلق مناخ وبنية تحتية أساسية لهذه الصناعة. ومن أجل تسليط الضوء على واقع صناعة الصكوك بماليزيا قمنا بتقسيم هذا المبحث للمطالب التالية:

**المطلب الأول:** صناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا.

**المطلب الثاني:** الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك الماليزية.

**المطلب الثالث:** المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك الماليزية.

**المطلب الرابع:** البيئة القانونية لصناعة الصكوك في ماليزيا.

**المطلب الخامس:** البيئة الضريبية لصناعة الصكوك في ماليزيا.

## المطلب الأول: صناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا

إن نظام التمويل في ماليزيا هو نظام مزدوج شق منه تقليدي والشق الآخر إسلامي. والصكوك الإسلامية هي جزء من نظام التمويل الإسلامي وهي تتأثر وتؤثر في مختلف مكوناته؛ لذلك فالحديث عن واقع صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا لا يمكن أن يكون بمعزل عن الحديث عن واقع التمويل الإسلامي ككل في ماليزيا.

وكما عملت ماليزيا على تطوير صناعة الصكوك الإسلامية، فقد قامت - بالموازاة مع ذلك - بتطوير مختلف مكونات نظامها التمويلي الإسلامي، وقد تطور هذا الأخير تدريجياً مع قيام الحكومة بوضع مخططها منذ السبعينات من القرن الماضي من أجل التحول بنجاح إلى نظام مالي مزدوج متكامل بحلول عام 2020. وقد مرت عملية التطور هذه بمراحل ثلاث نذكرها فيما يلي:

### المرحلة الأولى: من سبعينات إلى تسعينات القرن الماضي

منذ الستينيات، استجابت الحكومة للمطالب المتطورة للسوق. حيث أن غالبية السكان في ماليزيا مسلمون، وكثير منهم لم يشاركوا في البرامج الاقتصادية للحكومة في الستينيات والسبعينيات بسبب المخاوف من أن القروض قد تكون ربا وغير متوافقة مع الشريعة. وكانت الخطوة الأولى نحو التمويل الإسلامي إنشاء صندوق الحج Tabung Haji في عام 1963، والذي بدأ كمؤسسة ادخار للحجاج المسلمين وتطور إلى مؤسسة مالية غير مصرفية.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

بعد 20 عاما من إنشاء صندوق الحج، مكن سن قانون الخدمات المصرفية الإسلامية لعام 1983 (القانون 276) من تأسيس بنك إسلام ماليزيا-بيرهاد، وهو أول بنك إسلامي متكامل في البلاد. وبعد تأسيس هذا البنك، افتتحت ماليزيا أول شركة تكافل لها: Syarikat Takaful Malaysia، مستندة في ذلك على قانون التكافل الذي تم سنه في 1984.

وفي عام 1989، أتيح لأول مرة للبنوك التقليدية تقديم منتجات وخدمات مصرفية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال قانون المؤسسات المصرفية والمالية لعام 1989 (القانون رقم 372)، الذي جاء بما يعرف بنظام المعاملات المصرفية الخالية من الفائدة، والذي مكنها من فتح نوافذ إسلامية.

أما في عام 1993؛ فقد تم تأسيس أول صندوق وحدة ثقة إسلامي\* Islamic unit trust fund، وبعدها بثلاث سنوات أي في عام 1996، تم إطلاق أول مؤشر للأسهم الإسلامية (RHB Islamic Index).

### المرحلة الثانية: العقد الأول من القرن الحادي والعشرين

في عام 2001 تم إطلاق الخطة الرئيسية للقطاع المالي للسنوات (2001-2010)، التي حددت أهداف الحكومة لتكون حافزا للنمو. ولدعم هذه الأهداف؛ اتخذت الحكومة خطوات لتحرير قطاعها المالي بما في ذلك المبادرات الرامية إلى زيادة سقف الاستثمار الأجنبي في البنوك الإسلامية المحلية وبنوك الاستثمار، وشركات التأمين التقليدي والتكافلي من 49% إلى 70% (أفريل 2009). وكجزء من خطط الحكومة لتحرير القطاع المالي، أعلن البنك المركزي "بنك نيجارا ماليزيا" (BNM) في أفريل 2009 أنه سيصدر ترخيصين جديدين للصيرفة الإسلامية.

كما تم تعزيز الأنظمة والرقابة من خلال قانون البنك المركزي الماليزي لعام 2009، الذي نص على أحكام شاملة لزيادة الرقابة وتحديد الإجراءات الوقائية وتوسيع سلطات القرار لتسهيل الحل السريع والمنظم للأزمة المالية لسنة 2008. كما أنه سمح لBNM باتخاذ تدابير التدخل المناسبة لتجنب المخاطر التي تنجم عن الكيانات غير الخاضعة للتنظيم. كما وفر القانون تفاصيل شاملة عن وظيفة المجلس الاستشاري الشرعي. وقد عزز القانون استقلالية البنك المركزي وسلطته، وكلف البنك المركزي والوكالات الحكومية الأخرى بتعزيز ماليزيا باعتبارها المركز المالي الإسلامي العالمي وتحسين وضعها الدولي<sup>1</sup>.

\* صناديق وحدة الثقة الإسلامية: هي صناديق استثمار تقوم على مفهوم "وحدة الثقة"، حيث يتم تطبيق هيكل ائتمان على هيكل شركة صندوق الاستثمار. ليتولى الوصي trustee إدارة الصندوق نيابة عن المستفيدين منه، ويشرك مديرو الصناديق محترفين لإدارة استثمارات المستفيدين. هذا ويقتصر استثمار هذه الصناديق على الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي يتم تحليلها بناءً على منهجيات المسح أو التحليل الشرعي، الخاصة على سبيل المثال بـ: AAOIFI، Dow Jones، MSCI، SC. (أنظر:

(Comcec Coordination Office: Islamic fund management, Ankara –Turkey-, October 2018, pp: 34, 12.

<sup>1</sup> Islamic Research and Training Institute (IRTI): Malaysia Islamic Finance Report 2015, Kuala Lumpur –Malaysia-, June 30<sup>th</sup> 2015, pp:76, 84-85.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

إضافة لما سبق، كانت الدولة خلال هذه الفترة تقود الابتكار في صناعة الصناديق الإسلامية وقد حققت في هذا المجال إنجازات بارزة بما فيها إطلاق أول صندوق استثمار عقاري إسلامي\* (I- REIT) في العالم، سنة 2006. وأول صندوق مؤشرات متداولة إسلامي<sup>٥</sup> (I-ETFs) في آسيا، سنة 2008، وقبل إطلاق هذا الأخير تم سنة 2007 تقديم مؤشرين إسلاميين جديدين هما: مؤشر FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah، ومؤشر FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah<sup>1</sup>.

### المرحلة الثالثة: من 2011 إلى يومنا هذا

في ديسمبر من عام 2011 قام البنك المركزي الماليزي بوضع خطة جديدة لتطوير القطاع المالي الماليزي تستمر لغاية سنة 2020. وقد تضمنت هذه الخطة 69 توصية منها 12 خاصة بالقطاع المالي الإسلامي. سعى البنك من خلالها إلى تحقيق الهدف الاستراتيجي المتمثل في تدويل التمويل الإسلامي.

وفي سبيل بلوغ هذا الهدف بذلت ولازالت تبذل ماليزيا جهودا كبيرة يصعب حصرها. ولا يتسع المجال إلا لذكر بعضها ومنها ما يلي:

- منح تراخيص جديدة للبنوك الإسلامية وشركات التكافل وإعادة التكافل؛ وهو ما أدى إلى زيادة اللاعبين في الصناعة المالية الإسلامية، وفتح المجال لتقديم مجموعة أوسع من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية.
- إصدار قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA) لعام 2013، الذي حل محل كل من قانون الخدمات المصرفية الإسلامية لعام 1983 وقانون التكافل لعام 1984<sup>2</sup>. ويعد هذا الإجراء أهم ما قامت به ماليزيا ضمن الجهود المبذولة لتحديث الإطار التنظيمي والإشرافي المتعلق بالقطاع المصرفي والمالي الإسلامي.
- توفير بيئة قانونية وضريبية مواتية لتنويع منتجات وخدمات السوق المالي الإسلامي، ومن ضمن ذلك إطلاق إطار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول في 2014 وإصدار مبادئ توجيهية بشأن إصدار صكوك وسندات الشركات لمستثمري التجزئة في 2015 وإصدار مبادئ توجيهية حول صناديق الاستثمار المستدام والمسؤول في 2017 ومنح حوافز ضريبية لمختلف المتعاملين في السوق المالية الإسلامية.

\* صناديق الاستثمار العقاري الإسلامي: هي صناديق استثمار تستثمر في مجموعة متنوعة من العقارات كالمباني التجارية ومراكز التسوق والمجمعات السكنية والأراضي والمزارع. وعوائد هذه الصناديق تأخذ شكل مدفوعات إيجار. ولأن هذه الصناديق متوافقة مع الشريعة فإنه من الواجب أن يشارك المستأجرون في أنشطة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. (أنظر: (Comcec Coordination Office: Islamic fund management, Op. cit, p: 19).

<sup>٥</sup> صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية: هي صناديق استثمار تستثمر في الأوراق المالية التي تتبع المؤشرات الإسلامية كمؤشر سوق داو جونز الإسلامي (DJIM). (أنظر: (Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op. cit, p: 204).

<sup>1</sup> Ibid, p: 216, 79

<sup>2</sup> Ibid, p:85.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وسواء في هذه المرحلة أو في المرحلة التي سبقتها كانت هناك جهود جبارة لكافة الفاعلين في الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا لتعزيز المعرفة المالية الإسلامية على جميع المستويات حتى على مستوى علماء الشريعة والقادة ومن بين ما تم في هذا الإطار:

- تأسيس المعهد المالي والمصرفي الإسلامي الماليزي (IBFIM) سنة 2001 وتقديمه منذ ذلك الحين لدورات منتظمة للمهنيين الماليين.

- تأسيس BNM للمركز الدولي للقيادة المالية (Iclif) سنة 2003 وهو منظمة غير ربحية مخصصة للتعليم التنفيذي والبحث والتدريب والخدمات الاستشارية في مجالات تطوير القدرات القيادية والفعالية التنظيمية\* وحوكمة الشركات. وقد أسس المركز لتحقيق هدف أساسي يتمثل في إعداد جيل جديد من القادة من الطراز العالمي<sup>1</sup>.

- افتتاح الجامعة الإسلامية العالمية في ماليزيا IIUM لمعهد الصيرفة والتمويل الإسلامي (IIBF) وذلك سنة 2005.

- تأسيس BNM سنة 2006 للمركز الدولي للتعليم في التمويل الإسلامي (INCEIF) الذي يعتبر الجامعة العالمية الوحيدة المتخصصة في التمويل الإسلامي.

- تأسيس BNM سنة 2008 للأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (ISRA) لتعزيز البحوث التطبيقية في مجال الشريعة والتمويل الإسلامي، وهي بمثابة مستودع للمعرفة تجمع الآراء الشرعية والفناوى وتجري دراسات حول القضايا المعاصرة في التمويل الإسلامي. كما تسهم في تعزيز تنمية رأس المال البشري في مجالات الشريعة حيث توفر منصة لمزيد من التقارب بين الممارسين والعلماء والمنظمين والأكاديميين من خلال البحث والحوار، في كل من البيئة المحلية والدولية.

- إطلاق هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) وذراعها التدريبي والتطويري المتمثل في شركة تطوير صناعة الأوراق المالية (SIDC)؛ لبرنامج تدريب الخريجين في سوق رأس المال الإسلامي سنة 2009؛ وذلك بغرض سد الفجوة بالنسبة للمهنيين المبتدئين في سوق رأس المال الإسلامي<sup>2</sup>.

\* الفعالية التنظيمية: هي القدرة على تحقيق الأهداف المخططة.

<sup>1</sup> Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC): The Iclif Leadership and Governance Centre (Iclif) Available on (MIFC) Website, at the following link: [http://www.mifc.com/index.php?ch=ch\\_contents\\_directory&pg=pg\\_dir\\_provider&ac=575&sec=04](http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_contents_directory&pg=pg_dir_provider&ac=575&sec=04).

<sup>2</sup> Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op. cit, p: 80.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- إنشاء جمعية الاستشاريين الشرعيين في التمويل الإسلامي (ASAS) في أبريل 2011 وذلك بدعم من BNM وبهدف إنشاء كيان عالمي لضمان الاحتراف بين المستشارين الشرعيين وخبراء التمويل الإسلامي<sup>1</sup>.

- إطلاق برنامج تعليم القادة الشرعيين، في فيفري 2015، وهو أحد مبادرات BNM لصقل مهارات أعضاء هيئات الرقابة الشرعية للبنوك وشركات التأمين وإعادة التأمين التكافلي، وتعزيز قدراتهم على الاضطلاع بأدوارهم ومسؤولياتهم<sup>2</sup>.

- تطوير ماليزيا لسوق إلكتروني للتمويل الإسلامي marketplaceIF في فيفري 2015، وذلك من أجل تحفيز تنمية التمويل الإسلامي. حيث يوفر السوق الوصول إلى المجتمع العالمي للباحثين عن الحلول والخدمات المالية من خلال ربطهم بالمؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا والخدمات المساعدة المهنية<sup>3</sup>.

نتيجة الجهود المبذولة لتطوير صناعة التمويل الإسلامي الماليزي منذ الستينات إلى يومنا هذا؛ استطاعت ماليزيا أن تبني نظاما ماليا إسلاميا متكاملًا. وذلك ما سنوضحه في الشكل التالي:

<sup>1</sup> Ibid, p: 105.

<sup>2</sup> متوفر على موقع BNM، على الرابط التالي:

[https://www.bnm.gov.my/documents/20124/963937/Cir\\_028-8.pdf/5aba4420-5ba9-d082-2c01-b7b9ce172cd5?t=1593358860324](https://www.bnm.gov.my/documents/20124/963937/Cir_028-8.pdf/5aba4420-5ba9-d082-2c01-b7b9ce172cd5?t=1593358860324)

<sup>3</sup> Asian Development Bank: *Asean 3 Bond Market Guide 2016 -Malaysia-*, 2016, p: 104.

الشكل رقم (3-1): بنية النظام المالي الإسلامي الماليزي



**Source:** Islamic Research and Training Institute, Op.cit, pp: 94,95.

(1) from: Securities Commission Malaysia: Annual Report 2016, pp: 198,199,200.

(2) from: Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC): Malaysia: Expertise Innovation Deal Flow Malaysia: An Islamic Finance Marketplace, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur Malaysia, 2017, p: 17. Available On: <http://www.mifc.com/index.php?ch=11&pg=205&ac=2&bb=uploadpdf>

وقبل التعليق على الشكل السابق؛ نشير إلى أن برامج الاستثمار الجماعي المشار إليها في الشكل السابق، قد شملت حسب إحصائيات سنة 2016 الآتي: أربعة صناديق مؤشرات متداولة إسلامية، وأربعة صناديق استثمار عقاري إسلامية، و 25 صندوقا تقاعديا إسلاميا خاصا، 97 صندوق جملة إسلامي و 198 صندوق وحدات ائتماني إسلامي<sup>1</sup>.

ومن خلال الشكل السابق، يتضح أن ماليزيا أصبحت تحوز على نظام مالي إسلامي تجتمع فيه كل مقومات النجاح، سواء من الناحية الهيكلية، أو من الناحية التنظيمية، أو القانونية، أو المعرفية، أو غيرها من الجوانب. وهذا ما جعل ماليزيا الأولى عالميا في مجال صناعة التمويل الإسلامي. وقد أثبت ذلك مؤشر تنمية التمويل الإسلامي لسنة 2018 الذي صنّف ماليزيا في المرتبة الأولى من بين 131 دولة. وقد أوضح التقرير أنه في سنة 2017 احتلت ماليزيا المرتبة الأولى من حيث حجم الصكوك القائمة Outstanding sukuk والبالغ قدره 204 مليار دولار أمريكي، كما احتلت المرتبة الثالثة من حيث حجم أصول الصيرفة الإسلامية البالغ قدره 201 مليار دولار أمريكي، وكذا من حيث حجم أصول قطاع التكافل الماليزي البالغ قدره 9 مليار دولار أمريكي. أما من حيث حجم الأصول المدارة للصناديق الإسلامية القائمة (Islamic Funds AuM Outstanding) فقد احتلت ماليزيا المرتبة الثانية بأصول تقدر بـ 27 مليار دولار أمريكي. ومن حيث حجم أصول مؤسسات التمويل الإسلامي الأخرى التي من بين ما تشمل شركات العقارات والتمويل وشركات التكنولوجيا المالية (Fintech) وغيرها من الشركات؛ فقد احتلت ماليزيا المرتبة الأولى بـ 50 مليار دولار أمريكي<sup>2</sup>.

كما أشار التقرير إلى أنه في سنة 2017 تم عقد 51 مؤتمرا و 26 ملتقى في مجال التمويل الإسلامي، واعتبرت بذلك ماليزيا الأولى ضمن أهم الدول في فعاليات التمويل الإسلامي، كما اعتبرت في السنة نفسها الدولة الثانية بعد بريطانيا من بين أفضل الدول في تعليم التمويل الإسلامي. وبحسب ذات التقرير فقد بلغ سنة 2017 عدد علماء الشريعة في ماليزيا 195 مختصا في التمويل الإسلامي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia: Annual Report 2016, Op. cit, pp: 201, 202.

<sup>2</sup> ICD And Thomson Reuters: The Islamic Finance Development Report 2018, pp: 7,16, 18-21, Available on: <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/Reuters-Islamic-finance-development-report2018.pdf>.

<sup>3</sup>Ibid, pp: 36, 32, 25.

## المطلب الثاني: الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك الماليزية

أولاً: بنك نيجارا ماليزيا (BNM):

BNM هو البنك المركزي الماليزي. وقد أنشئ في 26 جانفي 1959 بموجب قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 1958. وقد حُوِّلَ BNM بصلاحيات قانونية شاملة بموجب قوانين مختلفة للتنظيم والإشراف على النظام المالي. هذه القوانين تضم قانون بنك ماليزيا المركزي 2009، قانون الخدمات المالية 2013، قانون الخدمات المالية الإسلامية 2013، وقانون المؤسسات المالية التنموية لعام 2002، وتُشكل هذه القوانين مجتمعة الأساس القانوني لتمكين البنك المركزي من الترخيص وتنظيم البنوك التقليدية والإسلامية وبنوك الاستثمار وشركات التأمين ومشغلي التكافل والمؤسسات المالية التنموية وممارسة النقد؛ وهي الهيئات التي تشكل غالبية المشاركين في سوق صكوك وسندات الدين المحلية<sup>1</sup>.

وإلى جانب ذلك فإن BNM يشرف على البنية التحتية الرئيسية لسوق الصكوك والسندات الماليزية وذلك من خلال:

النظام الآلي بالكامل للإصدار والمناقصة (FAST): وهو نظام إلكتروني يسهل الإصدار الأولي لجميع سندات الدين والصكوك المعتمدة من قبل BNM و/ أو السلطات ذات الصلة التي تصدر عن طريق المناقصة أو على أساس الطرح الخاص. وهو سجل شامل تجمع فيه معلومات السوق الأولية في الوقت الحقيقي<sup>2</sup>.

نظام التحويل الإلكتروني الفوري للأموال والأوراق المالية (RENTAS): وهو نظام تسوية إجمالي في الوقت الحقيقي يمكن من تنفيذ تعليمات التحويل لكل من الأوراق المالية والأموال، عن طريق النقل النهائي (غير المشروط) للأوراق المالية من البائع إلى المشتري (التسليم) في الوقت نفسه الذي يقوم فيه الأخير بتحويل الأموال من المشتري إلى البائع (الدفع). وقد وضع هذا النظام للحد من مخاطر التسوية في معاملات الأوراق المالية التي كان يتسم بها النظام السابق المعروف بـ SPEEDS؛ وهو نظام تسوية صافي مؤجل، حيث تتم معالجة المدفوعات طوال يوم العمل، لكن الإدخالات الفعلية عبر دفاتر BNM لا يتم تنفيذها إلا في نهاية اليوم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 7,8.

<sup>2</sup> Bank Negara Malaysia, (FAST), at the following link:  
<https://fast.bnm.gov.my/fastweb/public/MainPage.do,13/04/2018>.

<sup>3</sup> متوفر على موقع BNM، على الرابط التالي:

[http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en\\_press&pg=en\\_press&ac=1377&lang=en](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_press&pg=en_press&ac=1377&lang=en)

ويلعب BNM دورا محوريا في دعم أسواق الصكوك وسندات الدين المحلية من خلال مشاركته في تطوير البنية التحتية، وفي تسهيل قواعد إدارة النقد الأجنبي للمصدرين والمستثمرين المحليين والأجانب في السوق الماليزية. وBNM إلى جانب تدخله في سوق الصكوك كمنظم؛ بإمكانه أن يتدخل إما كوكيل إصدار للأوراق المالية الحكومية، أو كمشارك في السوق المالية.

### 1- بنك نيجارا ماليزيا كوكيل إصدار للأوراق المالية الحكومية

باعتباره بنكا ومستشارا للحكومة، يشمل دور BNM إدارة التزامات الحكومة سواء داخل أو خارج ماليزيا؛ حيث:

- يقدم المشورة إلى الحكومة فيما يخص برامج الإقراض، بما في ذلك التخطيط لتوقيت المزاد العلني للأوراق المالية الحكومية، مع مراعاة شروط وتوقيت القروض وكذا أنواع الأوراق المالية.
- يشارك بنشاط في الاجتماع الشهري للجنة التدفقات النقدية، برئاسة الخزانة لمناقشة التفاصيل النهائية لإصدارات الأوراق المالية الحكومية.
- يتولى مسؤولية إصدار، تحليل المراحل، تسجيل، تسوية، واسترداد الأوراق المالية الحكومية من خلال منصة آلية داخلية للإصدار والمناقصة والتسوية.

### 2- بنك نيجارا ماليزيا كمشارك في السوق المالية:

في إطار تعزيز الاستقرار النقدي، يسعى BNM إلى انتهاج سياسة نقدية تخدم مصالح ماليزيا بهدف أساسي هو الحفاظ على استقرار الأسعار، مع إيلاء الاعتبار الواجب للتطورات في الاقتصاد. وكجزء من عمليات سياسته النقدية، يجوز للبنك أن يقوم بمعاملات مالية أخرى تشمل العملات أو الأوراق المالية أو المعادن الثمينة أو غيرها من السلع أو الأدوات المالية التي توافق عليها لجنة السياسة النقدية.<sup>1</sup>

### ثانيا: هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)

SC هي السلطة الرئيسية فيما يتعلق بأنظمة وأنشطة سوق رأس المال الماليزي. وقد أنشئت في 1 مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993. وهي هيئة قانونية ممولة ذاتيا تتمتع بصلاحيات التحقيق والإنفاذ وترفع تقاريرها إلى وزير المالية، وتقدم حساباتها إلى البرلمان سنويا. وقبل 1993؛ لم تكن هناك سلطة واحدة مكلفة بمسؤولية تنظيم سوق رأس المال الماليزي وتطويره بصورة منهجية. حيث كان هناك تقاسم للسلطات الإشرافية

<sup>1</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 7,8,9.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

بين منظمات الصناعة مثل البورصة والمؤسسات الحكومية. لكن وبغية تبسيط الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال، أنشئت SC.

وتدير SC قانون أسواق رأس المال والخدمات (CMSA) لسنة 2007 وقانون صناعة الأوراق المالية (الإيداع المركزي) لعام 1991. وهي القوانين التي تنظم جزءا كبيرا من الأنشطة في سوق الصكوك والسندات.

وتشمل المهام التنظيمية العديدة لـ SC ما يلي<sup>1</sup>:

- الإشراف على التبادلات، ومراكز تبادل المعلومات، والمستودعات المركزية.
- العمل كسلطة موافقة على إصدارات سندات الشركات.
- تنظيم جميع المسائل المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المشتقات.
- تنظيم الاستيلاء على الشركات ودمجها.
- تنظيم جميع المسائل المتصلة بوحدات الثقة.
- الترخيص والإشراف على جميع الأشخاص المرخص لهم.
- تشجيع التنظيم/الإشراف الذاتي.
- ضمان حسن سير مؤسسات السوق والأشخاص المرخص لهم.

وتتبع كل من السعودية ومصر والإمارات العربية المتحدة والبحرين الأسلوب نفسه الذي انتهجته ماليزيا، والذي تتولى فيه جهة رقابية وإشرافية واحدة مهمة تنظيم عملية إصدارات الأوراق المالية وإدارتها والإشراف والرقابة عليها (Single Regulatory Body)، بينما يوجد في مقابل هذا الأسلوب ما يعرف بـ: "أسلوب الرقابة والإشراف المتعدد" (Multiple Regulatory Supervisory System) الذي تقوم بموجبه العديد من الجهات في البلد الواحد بتنظيم إصدارات الأوراق المالية بموجب قوانين ولوائح تحدد مهام واختصاصات وصلاحيات كل جهة من هذه الجهات والتنسيق فيما بينها في مجال إصدار الأوراق المالية المختلفة<sup>2</sup>.

### ثالثا: المجالس الاستشارية الشرعية واللجان الشرعية

لمطابقة منتجات المالية الإسلامية في ماليزيا مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية تقرر من ناحية تأسيس هيئة استشارية شرعية مركزية، ومن ناحية أخرى تأسيس لجان شرعية داخل كل بنك أو مؤسسة مالية، وهو ما يطلق عليه

<sup>1</sup> Ibid, p:10.

<sup>2</sup> بنك السودان المركزي: توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي، الجزء الثاني، الخرطوم -السودان-، 2006، ص: 107. بتصرف

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

بنظام الحوكمة الشرعية\* المزدوج أو ذو مستويين وهو نظام تطبقه أيضا دول كإندونيسيا وباكستان والسودان وقطر وعمان. ومقابل ذلك هناك من الدول ما تعتمد على نظام حوكمة شرعية مركزي يعتمد فقط على هيئة استشارية شرعية مركزية، ومن الدول ما تعتمد على نظام حوكمة شرعية لا مركزي كما سنتطرق إليه في التجربة السعودية. وبحسب ما جاء في تقرير "دور الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي" الصادر عن اللجنة الدائمة للتعاون الاقتصادي والتجاري لمنظمة التعاون الإسلامي COMCEC. فإن الدول التي اعتمدت على نظام حوكمة شرعية ذي مستويين. قد ساهمت في تسريع نمو سوق الصكوك. كما أنها وفرت المزيد من الشفافية والوضوح لصناعة الصكوك من حيث الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية. وقد ثبت ذلك على الخصوص في دولة ماليزيا التي بلغ سوق الصكوك فيها مرحلة النضج<sup>1</sup>.

### 1- المجالس الاستشارية الشرعية (SACs)

للتأكد من أن جميع المنتجات في السوق المالية الإسلامية الماليزية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، تأسس المجلس الاستشاري الشرعي SAC في عام 1996 من قبل SC بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993. و SAC يضم أبرز علماء الشريعة والفقهاء والممارسين في السوق. ويضطلع بجملة المهام التالية التي حددها القانون سابق الذكر:

- التأكد من تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية على أي مسألة تتعلق بأعمال أو معاملات سوق رأس المال الإسلامي.
  - إصدار أحكام بشأن أي مسائل تتعلق بأعمال أو معاملات سوق رأس المال الإسلامي.
  - إسداء المشورة إلى SC بشأن أي مسألة شرعية تتعلق بأعمال أو معاملات سوق رأس المال الإسلامي.
  - تقديم المشورة لأي شخص في أي قضية شرعية تتعلق بأعمال أو معاملات سوق رأس المال الإسلامي.
- وعند تنفيذ المهام المذكورة أعلاه، يعتمد SAC ل SC نهجين هامين:

الأول: إجراء البحوث أو دراسة صحة الأوراق المالية التقليدية من وجهة نظر الشريعة، حيث ينصب التركيز على آلية واستخدام هذه الأدوات لضمان امتثالها لمبادئ الشريعة الإسلامية.

الثاني: صياغة وتطوير أدوات مالية جديدة تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية.

\* الحوكمة الشرعية: هي نظام تسعى من خلاله أي مؤسسة مصرفية ومالية إسلامية إلى أن تقوم أنشطتها على أساس أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال الإشراف المهني الفعال والمستقل. (أنظر: أحمد بلخير: صكوك الاستصناع وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه العلوم في العلوم الإسلامية، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر-باتنة 1-، 2017-2018، ص: 221)

<sup>1</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, pp: 25,26.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وقد شكلت هذه المقاربات الأساس في وضع عدة أحكام شرعية رئيسية بشأن إصدار الصكوك<sup>1</sup>.

وبالإضافة للمجلس الاستشاري الشرعي التابع ل SC؛ فإن BNM هو الآخر لديه مجلس استشاري شرعي خاضع لإشرافه؛ تم تأسيسه في ماي 1997، بموجب قانون المؤسسات المصرفية والمالية لعام 1989 (القانون رقم 372)، والمجلس منذ سبتمبر 2009 أصبح خاضعا لأحكام قانون البنك المركزي الماليزي لعام 2009 الذي أوضح كافة الأحكام المتعلقة بالمجلس بموجب الفصل الأول من الجزء السابع المخصص للأعمال المالية الإسلامية وقد تمت مناقشة تلك الأحكام بشكل أكبر بموجب "إطار الحوكمة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية" الصادر من قبل BNM سنة 2011. و SAC ل BNM هو الهيئة المشرفة على مختلف المسائل الشرعية المتعلقة بالبنوك الإسلامية، شركات التكافل، المؤسسات المالية الإسلامية وكافة الجهات الخاضعة لسلطة البنك المركزي الماليزي.

ومن ثم فإن لماليزيا مجلسين استشاريين شرعيين مركزيين يمثلان السلطة الأعلى والأخيرة فيما يخص جميع المسائل الشرعية المتعلقة بالمنتجات ضمن اختصاص كل منهما.

### 2- اللجان الشرعية

بخلاف المجلسين الاستشاريين الشرعيين داخل SC و BNM؛ تُطالب المؤسسات المالية الإسلامية وفقا ل "إطار الحوكمة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية" بتشكيل لجان شرعية داخلها وذلك من أجل ضمان امتثالها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وهذه اللجان هي هيئات مستقلة ترفع تقاريرها بشكل مباشر لمجلس الإدارة ولها كامل الحق في الحصول على كافة المعلومات - التي تحتاجها لإعطاء حكم شرعي - بشكل دقيق ومكتمل وفي حال عدم تزويدها بالمعلومات اللازمة يتوجب عليها إخطار مجلس الإدارة لاتخاذ الإجراءات اللازمة<sup>2</sup>.

وتتشكل اللجان الشرعية الداخلية كحد أدنى من خمسة أعضاء ثلاثة منهم أي غالبيتهم يجب أن يكونوا مؤهلين في الشريعة، أما الباقي فلا بد أن يكونوا خبراء في مجالات مهنية ذات صلة بالتمويل والقانون. وقد تم رفع الحد الأدنى إلى خمسة أعضاء بعد أن كان محمدا فقط بثلاثة أعضاء مؤهلين في الفقه الإسلامي (أصول الفقه) أو المعاملات الإسلامية والقانون التجاري (فقه المعاملات). وقد جاء هذا التغيير من أجل ضمان توفير مجموعة أكثر تنوعا من الخبرات لتعزيز الحوكمة الشرعية بالمؤسسات المالية الإسلامية.

ولتجنب تضارب المصالح فإنه لا يمكن للمستشار الشرعي أن يعمل في أكثر من لجنة شرعية متنافسة في صناعة واحدة، فعلى سبيل المثال: لا يمكن للعالم في لجنة شرعية لبنك إسلامي أن يعمل في لجنة بنك إسلامي آخر، ولكن يمكن أن يكون عضوا في لجنة شركة تكافل أو في أي شركة تعمل في صناعة أخرى، على سبيل المثال شركة إدارة

<sup>1</sup> Rodney Gerard D'Cruz and Murni Zulkifli: "Malaysia" in *The Islamic Finance and Markets Law Review*, John Dewar and Munib Hussain (eds), Edition 2, Law Business Research Ltd, 2017, p: 41.

<sup>2</sup> paragraphs (1.2), (3.1), (3.2), (3.4), and (3.5): *Shariah Governance Framework for Islamic Financial Institutions*, Bank Negara Malaysia, 2011, pp: 1, 15.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

الصناديق الإسلامية. وهذه القاعدة تسمح بالحد من تضارب المصالح، كما تشجع المستشارين الشرعيين الجدد في السوق. لذلك؛ نجد أن لماليزيا مجموعة كبيرة جدا من المستشارين الشرعيين لصناعة التمويل الإسلامي.

ولضمان الامتثال الكامل بالحوكمة الشرعية؛ حمّل قانون IFSA موظفي المؤسسات المالية - وليس فقط علماء الشريعة - المسؤولية القانونية عن عدم الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية. وفي حال ثبوت ذلك يتعرض الموظفون لعقوبة السجن لمدة لا تتجاوز ثماني سنوات، أو لغرامة لا تتجاوز 25 مليون رنجيت ماليزي أو كليهما<sup>1</sup>. وهذا يُظهر الاهتمام الكبير الذي توليه السلطات الماليزية لتقييد عمل المؤسسات المالية الإسلامية وفقا لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وعدم الخروج عنها، وذلك حفاظا على مصداقية هذه المؤسسات وهو ما يؤدي إلى ترسيخ أكبر لدعائم الصناعة المالية الإسلامية في الدولة.

### رابعا: بورصة ماليزيا (BM)

BM هي الجهة المنظمة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي، ومن واجبها الحفاظ على سوق عادل ومنظم للأوراق المالية والمشتقات التي يتم تداولها من خلال مراقفها. ولغرض مراقبة البورصة والتأكد من القيام بواجباتها يتطلب على البورصة تقديم تقرير تنظيمي سنوي إلى SC يوضح تفاصيل مدى التزامها بواجباتها والتزاماتها القانونية<sup>2</sup>. وتدير BM بورصة متكاملة تمامًا توفر مجموعة شاملة من المنتجات من بينها منتجات خاصة بالسوق المالي الإسلامي؛ التي تشمل:

- الأسهم الموافق عليها من قبل (SAC) التابع ل (SC).

- المؤشرات الشرعية لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وهي:

- FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index
- FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index
- FTSE Bursa Malaysia Small Cap Shariah Index

- صناديق المؤشرات المتداولة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (i-ETFs) وصناديق الاستثمار العقاري الإسلامية (i-REITs).

<sup>1</sup> Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op. cit, p:104.

<sup>2</sup> متوفر على: <http://www.bursamalaysia.com/market/regulation/structure/regulatory-oversight-body/> تاريخ الاطلاع: 2018/4/1

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- **الصكوك:** حيث يمكن للهيئات المحلية والدولية المدرجة وغير المدرجة في البورصة أن تدرج في بورصة ماليزيا الأوراق المالية ذات الدخل الثابت المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المقومة بالرنجيت الماليزي والعملات الأجنبية.

- **بورصة سوق السلع (Bursa Suq Al-Sila (BSAS):** وهي منصة تداول للسلع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لتسهيل التمويل والاستثمار الإسلامي.

- **بورصة ماليزيا الإسلامية Bursa Malaysia-i:** التي تم إطلاقها في 2016 وهي أول منصة استثمار شاملة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فهي تقدم مجموعة شاملة من الخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والخدمات المتعلقة بالتبادل، بما في ذلك خدمات الإدراج والتداول، والتسوية\* والمقاصة<sup>1</sup>.

وكما تدير البورصة مجموعة كاملة من المنتجات فإنها أيضا تدير مجموعة كاملة من الخدمات، منها ما هو متعلق بالصكوك الإسلامية والتي نذكر منها ما يلي:

- **منصة التداول الإلكترونية (ETP):** وهي خدمة تشرف عليها بورصة السندات Bursa Bonds وهي شركة تابعة لـ BM. وهذه الخدمة موجهة للمشاركين في تداول سندات الدين والصكوك التي تتم خارج البورصة<sup>o</sup> (OTC). حيث يتم تسجيل جميع الصفقات المبرمة بين المشاركين في هذه السوق في منصة التداول الإلكترونية، وهي بذلك تعتبر مستودعا مركزيا للمعلومات المتعلقة بالأسعار والتداولات. وهذه المنصة تتفاعل مع النظام الآلي بالكامل للإصدار والمناقصة (FAST) وكذا مزودي المعلومات<sup>2</sup>.

\* **التسوية:** اتخاذ كافة الإجراءات المرتبطة بتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط البائع، وتسليم ثمنها من قبل الوسيط المشتري، مع التأكد من سلامة هذه الأوراق المالية من الغش ونحوه، وعدم وجود أي قيود مانعة لتداولها من رهن أو غيره. (أنظر: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، جدة، 2005، ص: 641).

o **المقاصة:** يقصد بها إسقاط كل واحد من الوسطاء ما له من دين على الوسيط الآخر، في مقابل ما للوسيط الآخر عليه من الدين. حيث غالبا ما تنشأ عن المبادلات ما بين الوسطاء علاقة دين، نتيجة عدم تسديد الثمن بمجرد إتمام الصفقة ولذلك يتم تسوية الصفقة بين الوسطاء عن طريق المقاصة بين الدينين (ما للوسيط وما عليه) إذا كانا متساويين، أما إذا كان أحد الدينين أكثر من الآخر، فإن المقاصة تتم بين الدينين على أساس أقلهما، مع قيام صاحب الدين الأقل بدفع ما تبقى إلى الوسيط الآخر. (أنظر: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الصفحة نفسها).

<sup>1</sup> متوفر على موقع بورصة ماليزيا، على الرابط التالي: <http://www.bursamalaysia.com/market/products-services/> تاريخ الاطلاع: 30/3/2018

<sup>o</sup> **السوق خارج البورصة أو السوق غير الرسمية أو الموازية:** هي سوق ليس لها مكان مادي بحيث يتم الاتصال بين المتعاملين عبر الهاتف وشبكات الحاسوب وغيرها من وسائل الاتصال السريعة، ويتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تستوف الشروط اللازمة لإدراجها ضمن قوائم البورصة. (أنظر: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، مرجع سابق، ص: 81).

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 31,74.

- نظام الإعفاء **Exempt Regime** هو منصة يتم فيها إدراج الصكوك وسندات الدين - التي تستهدف المستثمرين المؤهلين - في السوق الرئيسية دون أن يتم تسعيرها أو تداولها في بورصة الأوراق المالية، حيث يكون التداول خارج البورصة <sup>1</sup> (OTC).

ومقابل هذه الخدمة التي تتيح الإدراج دون التداول في البورصة تقدم BM إمكانية الإدراج والتداول في البورصة، من خلال ما يسمى بـ "ETBS" أو الصكوك والسندات المتداولة في البورصة.

- الصكوك والسندات المتداولة في البورصة **ETBS**: هي عبارة عن سندات أو صكوك يتم إدراجها وتداولها في البورصة. وتُصدر إما من قبل الشركات أو الحكومات لجمع الأموال لتلبية احتياجاتهم. وهذه الصكوك والسندات متاحة لجميع المستثمرين بما في ذلك مستثمري التجزئة<sup>2</sup>.

وكل من نظام الإعفاء والصكوك والسندات المتداولة في البورصة (ETBS) هي بمثابة خدمات تدار من قبل بورصة ماليزيا للأوراق المالية Bursa Malaysia Securities وهي شركة تابعة لـ BM<sup>3</sup>.

### خامسا: جهات تنظيمية ورقابية أخرى

#### 1- مجلس معايير المحاسبة الماليزية (MASB):

هو المسؤول عن إصدار المعايير المحاسبية لإعداد البيانات المالية الواجب تقديمها بموجب أي قانون تديره SC أو BNM<sup>4</sup>.

#### 2- مجلس الإيرادات الداخلية (hasil) The Inland Revenue Board of Malaysia:

هو أحد الوكالات الرئيسية لتحصيل الإيرادات في وزارة المالية الماليزية. وهو يعمل كوكيل للحكومة ويقدم خدمات متعلقة بإدارة وتقييم وجمع وإنفاذ دفع ضريبة الدخل وضريبة أرباح الممتلكات العقارية ورسوم الدمغة...، كما يعمل على إسداء المشورة للحكومة بشأن المسائل المتعلقة بالضرائب والاتصال بالوزارات والهيئات القانونية المختصة بشأن هذه المسائل<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> متوفر على موقع بورصة ماليزيا، على الرابط التالي:

<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/bonds/products/listed-under-exempt-regime/overview/>, 12/04/2018, 12: 07.

<sup>2</sup> المرجع السابق.

<sup>3</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 31.

<sup>4</sup> متوفر على موقع MASB، على الرابط التالي: <http://www.masb.org.my/pages.php?id=10>

<sup>5</sup> متوفر على موقع hasil، على الرابط التالي:

[http://www.hasil.gov.my/bt\\_goindex.php?bt\\_kump=2&bt\\_skum=2&bt\\_posi=1&bt\\_unit=2&bt\\_sequ=1&bt\\_lgv=2](http://www.hasil.gov.my/bt_goindex.php?bt_kump=2&bt_skum=2&bt_posi=1&bt_unit=2&bt_sequ=1&bt_lgv=2)

### 3- وزارة التجارة الداخلية وشؤون المستهلكين (KPDN):

تتولى صياغة الاستراتيجيات والسياسات ومراجعة الأمور المتعلقة بتنمية التجارة الداخلية، كما تعمل على تنظيم الأمور المتعلقة بالشركات والأعمال على أساس القوانين ذات الصلة مع تشجيع الممارسة الجيدة لحوكمة الشركات<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك الماليزية

#### أولاً: المصدرون

تشارك كل من الهيئات التالية في إصدار مختلف أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

#### 1- الجهات السيادية:

تعتبر الحكومة الفدرالية الماليزية وهيئاتها القانونية وBNM المصدر الرئيس للصكوك الإسلامية<sup>2</sup>. وتصدر هذه الهيئات المختلفة الصكوك لأغراض عدة نذكرها فيما يلي:

**أ- تمويل الإنفاق الاستثماري والعجز الموازي:** منذ سنة 1998 وإلى يومنا هذا وماليزيا تسجل سنويا عجزا في ميزانيتها الفدرالية، وحتى تغطي هذا العجز اعتمدت على مصادر مختلفة تقليدية وإسلامية. وبالنسبة لهذه الأخيرة نجد "الإصدارات الاستثمارية الحكومية الماليزية (MGII)" وهي عبارة عن صكوك متوسطة إلى طويلة الأجل تصدرها حكومة ماليزيا لتمويل إنفاقها التنموي، وتصدر من خلال مزاد علني يقوم به BNM نيابة عن الحكومة الماليزية. وعموما يتراوح حجم الإصدار بين 2 و5 مليار رنجيت ماليزي، في آجال استحقاق تتراوح ما بين 3 و20 سنة.

وقد استندت هذه الإصدارات في البداية على مبدأ بيع العينة<sup>3</sup> الذي اختلفت المذاهب الأربعة في حكمه، حيث أجازته المذهب الشافعي وهو المذهب السائد في ماليزيا؛ بينما حرّمته بقية المذاهب<sup>4</sup>. وحتى تلقى هذه الصكوك قبولا أكثر خاصة بالنسبة للمستثمرين في الشرق الأوسط تم في جويلية 2013 إطلاق إصدارات استثمار حكومية

<sup>1</sup> متوفر على: <https://www.kpdnhp.gov.my/en/corporate-info/functions-of-kpdnhp.html>

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p:55.

<sup>3</sup> - Bank Negara Malaysia: Frequently Asked Question (FAQ) MALAYSIAN GOVERNMENT INVESTMENT ISSUE (MGII), 2015, pp: 2,3,

- Bank Negara Malaysia, Islamic Interbank Money Market (IIMM), at the following link:

[http://iimm.bnm.gov.my/view.php?id=96&dbIndex=0&website\\_id=14&ex=1541596627&md=%7Cw%7FG%A6h%1B%2A%A2%EB%1EO%02%E2AQ](http://iimm.bnm.gov.my/view.php?id=96&dbIndex=0&website_id=14&ex=1541596627&md=%7Cw%7FG%A6h%1B%2A%A2%EB%1EO%02%E2AQ)

<sup>4</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 149.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

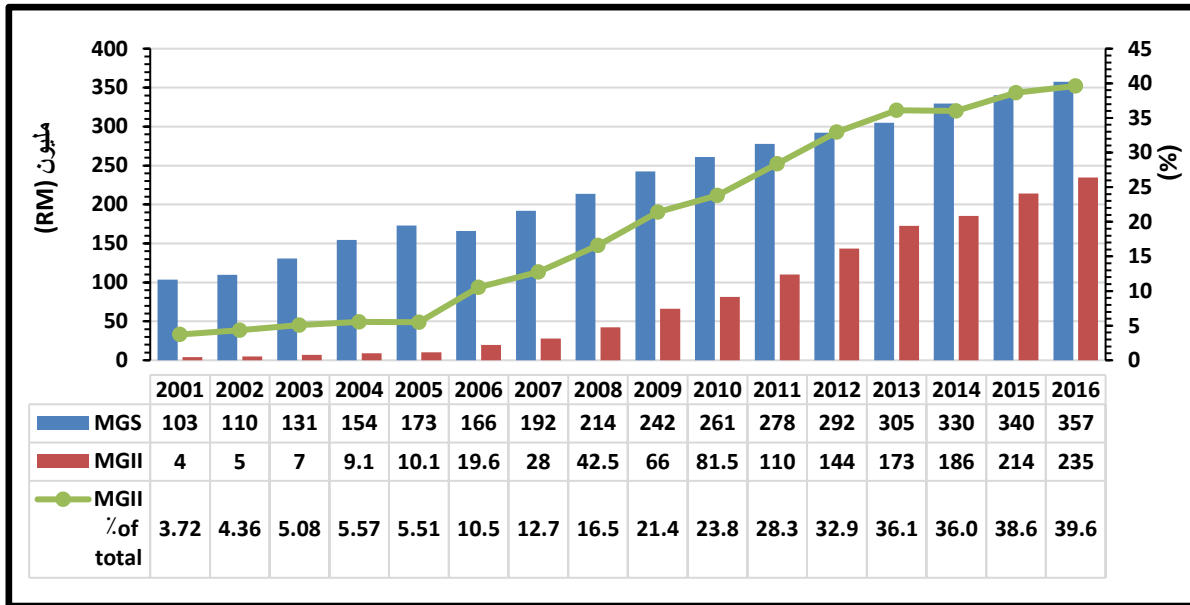
قائمة على مبدأ المراجعة، وهو ما من شأنه توسيع قاعدة المستثمرين في هذه الصكوك ومن ثم تمكين الحكومة من زيادة قدرتها على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل مشاريعها التنموية<sup>1</sup>.

وإلى جانب الإصدارات الاستثمارية الحكومية MGII، وهي إصدارات محلية؛ تُصدر ماليزيا صكوكا دولية بشكل غير منتظم خلافا لإصدارات MGII التي نجدها بشكل منتظم سنويا في ميزانية ماليزيا إلى جانب نظيرتها التقليدية المعروفة باسم الأوراق المالية الحكومية الماليزية (MGS).

والشكل البياني التالي يوضح لنا تطور كل من (MGII) و (MGS) خلال الفترة من 2001-2016:

الشكل رقم (3-2): تطور صكوك الاستثمار الحكومية GII القائمة مقابل الأوراق المالية الحكومية MGS

القائمة خلال الفترة: (2001-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بناءً على بيانات مركز معلومات السندات "bond info hub" على الرابط التالي:

<http://bondinfo.bnm.gov.my/portal/server.pt?open=514&objID=41920&parentname=CommunityPage&parentid=2&mode=2>

<sup>1</sup> Bank Negara Malaysia: Frequently Asked Question (FAQ) Malaysian Government Investment Issue (MGII), Op. cit, p: 3.

\* **Bond Info Hub** هو مركز شامل وغني بالمعلومات، يعمل كمصدر وحيد للمعلومات عن سوق السندات الماليزي بما يسمح بإجراء تقييم سريع وشامل لجدوى الاستثمار في السوق المحلي والمخاطر والمنافع الناتجة عن ذلك. (أنظر:

Bank Negara Malaysia, Bond Info Hub, at the following link:

[https://bondinfo.bnm.gov.my/portal/server.pt/community/malaysian\\_bonds\\_market\\_information%2C\\_malaysia\\_bonds%2C\\_islamic\\_bonds%2C\\_ringgit\\_bonds%2C\\_asian\\_bonds%2C\\_bond\\_info\\_hub/313/attribute\\_link\\_about\\_bond\\_info\\_hub\\_page](https://bondinfo.bnm.gov.my/portal/server.pt/community/malaysian_bonds_market_information%2C_malaysia_bonds%2C_islamic_bonds%2C_ringgit_bonds%2C_asian_bonds%2C_bond_info_hub/313/attribute_link_about_bond_info_hub_page))

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

يتضح لنا من خلال الشكل البياني السابق أن إصدارات الاستثمار الحكومية الماليزية MGII المستحقة قد شهدت نمواً كبيراً خلال الفترة من 2001 إلى 2016، حيث تضاعفت بأكثر من 50 مرة. وهذا النمو فاق بكثير النمو في الأوراق المالية الحكومية الماليزية MGS.

والنمو في حجم إصدارات MGII المستحقة هو نتيجة زيادة اعتماد الدولة على الصكوك كأدوات تمويلية لها؛ ففي سنة 2001 بلغ إجمالي إصدارات MGII 2 مليار رنجيت ماليزي، وهو ما يمثل 8.5% فقط من برنامج الاقتراض الحكومي لتلك السنة<sup>1</sup>. ليصل إجمالي إصدار MGII سنة 2016؛ أي بعد 15 سنة إلى 42.5 مليار رنجيت ماليزي، وهو ما يمثل 45.8% من إجمالي الاقتراض الحكومي<sup>2</sup>.

وهذا التوجه نحو الاقتراض الحكومي عن طريق أدوات التمويل الإسلامي من المرتقب أن يستمر بنفس الزخم ليجعل من إصدارات MGII المصدر الأول للقروض الحكومية، حيث يُتوقع بنهاية سنة 2018 أن تصل هذه الإصدارات إلى حدود 63.8 مليار رنجيت ماليزي. ما يعادل 56.5% من إجمالي القروض الحكومية مقابل توقع بوصول إصدارات MGS إلى حدود 49 مليار رنجيت ماليزي أو 43.4% من إجمالي القروض<sup>3</sup>.

وإن دل التحليل السابق على شيء فإنما يدل على أهمية الدور الذي تؤديه الصكوك الإسلامية في جذب رؤوس الأموال لتلبية الحاجات التمويلية للدولة، وهو ما جعل السلطات الماليزية تتوسع في إصدار هكذا أدوات تمويلية. ومن أهم عوامل نجاح أي أداة تمويلية سواء إسلامية أو تقليدية في استقطاب المستثمرين نحوها ومن ثم اجتذاب رؤوس الأموال لتلبية الحاجات التمويلية هو تمتع هذه الأداة بالسيولة، ما يجعل المستثمرين مطمئنين من قدرتهم على بيعها متى أرادوا. وهذا ما نجده بالنسبة لـ MGII؛ حيث تتمتع هذه الأداة التمويلية بسيولة كبيرة فهي تُتداول بنشاط في السوق الثانوية فقد وصل حجم مبيعاتها السنوية إلى 456 مليار رنجيت ماليزي في عام 2015. وارتفع متوسط حجم تداولها اليومي من 864 مليون رنجيت ماليزي في 2010 إلى 1.85 مليار رنجيت ماليزي سنة 2015. أما MGII الأكثر تداولاً فهي الإصدارات الرئيسية لـ 3 و 5 و 7 و 10 سنوات.

وقد كان للتجار الرئيسيين (الإسلاميين والتقليديين) دوراً رئيسياً في صناعة السوق وتعزيز سيولة الورقة<sup>4</sup>. حيث في عام 1989، أُدخل نظام التجار الرئيسيين (صناع السوق) في ماليزيا كجزء من المبادرات الرامية إلى تطوير الأسواق

<sup>1</sup> بالاعتماد على:

Ministry of Finance Malaysia: Economic Report 2003/2002, P: 83, available On Ministry of Finance Malaysia Website at the following link: <https://www.treasury.gov.my/pdf/economy/er/0203/chapter3.pdf>

<sup>2</sup> Ministry of Finance Malaysia: Economic Report 2016/2017, p: 84, Available on Ministry of Finance Malaysia Website at the following link: <https://www.treasury.gov.my/pdf/economy/er/1617/chapter4.pdf> .

<sup>3</sup> Ministry of Finance Malaysia: Annual Budget 2019, Available on Ministry of Finance Malaysia Website at the following link: [https://www.treasury.gov.my/pdf/budget/budget\\_info/2019/revenue/section4.pdf](https://www.treasury.gov.my/pdf/budget/budget_info/2019/revenue/section4.pdf)

<sup>4</sup> Bank Negara Malaysia: Frequently Asked Question (FAQ) Malaysian Government Investment Issue (MGII), Loc.Cit.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

الأولية والثانوية لأوراق الدين العام. وفي جويلية 2009 ونظرا للأهمية المتزايدة للتمويل الإسلامي والدور البارز الذي لعبته المصارف الإسلامية في دعم هذا التطور؛ تم إدخال نظام التجار الرئيسيين الإسلاميين لاستكمال الدور الذي يؤديه التجار الرئيسيون.

ويتولى التجار الرئيسيون والتجار الرئيسيون الإسلاميون مهمة تقديم العطاءات لجميع أوراق الحكومة والبنك المركزي الماليزي في السوق الأولي (التجار الرئيسيون الإسلاميون مطالبون للمزايدة فقط في الأوراق الصادرة عن الحكومة أو BNM التي تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية)؛ وذلك من أجل بناء طلب مستقر على هذه الإصدارات. وإلى جانب ذلك يلتزم كل من التجار الرئيسيين والتجار الرئيسيين الإسلاميين بتقديم عروض الأسعار في الاتجاهين لمؤشر الأوراق المالية في جميع ظروف السوق وذلك لضمان السيولة في السوق الثانوية.

ويقوم BNM بتعيين مؤسسات مصرفية مختارة كتجار رئيسيين وتجار رئيسيين إسلاميين استنادا إلى مجموعة من المعايير، بما في ذلك قدرتهم على التعامل مع المعاملات الكبيرة، كما يقوم البنك بإجراء تقييمات نصف سنوية على التجار الرئيسيين والتجار الرئيسيين الإسلاميين في الأسواق الأولية والثانوية لضمان أدائهم لالتزاماتهم بفعالية<sup>1</sup>.

وحتى تجعل السلطات الماليزية صكوكها الحكومية أكثر جذبا للمستثمرين؛ لم تتوقف عند توفير عامل السيولة لصكوكها، وإنما لجأت في السنوات الأخيرة إلى دمج الصكوك الحكومية ضمن مؤشرات عالمية. وهو إجراء طال انتظاره، وقد سعت من خلاله السلطات الماليزية إلى جذب فئة جديدة من المستثمرين، وهم المستثمرون الأجانب. وقد شمل هذا الإجراء؛ دمج MGII في مؤشر باركليز العالمي المجمع " Barclays Global Aggregate Index " وذلك في مارس 2015. وإدراج الصكوك الماليزية المقومة بالدولار الأمريكي في مؤشر EMBI العالمي المتنوع " EMBI Global Diversified Index " في أكتوبر 2016. وقد أدى هذا الإجراء إلى زيادة ملكية الأجانب لـ MGII حيث قدرت حصتهم في 2016 بنسبة 9% وذلك بعد سنوات طويلة كان فيها المستثمر الأجنبي بعيدا عن الإصدارات الاستثمارية الحكومية الماليزية<sup>2</sup>.

**ب- إدارة السيولة في سوق المال الإسلامي:** حيث تستخدم الصكوك كأدوات عملية لاستيعاب السيولة في أسواق المال كجزء من عمليات السوق المفتوحة لـ BNM. وفي هذا الإطار نجد مجموعة متنوعة من الصكوك نذكر منها<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> Available on Bank Negara Malaysia, Bond Info Hub, at the following link:

[http://bondinfo.bnm.gov.my/portal/server.pt?open=514&objID=27247&parentname=MyPage&parentid=1&mode=2&in\\_hi\\_userid=22874&cached=true](http://bondinfo.bnm.gov.my/portal/server.pt?open=514&objID=27247&parentname=MyPage&parentid=1&mode=2&in_hi_userid=22874&cached=true), 7/7/2018.

<sup>2</sup> Comcec Coordination Office: *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*, Op. cit, P: 89.

<sup>3</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 37,39,103.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- أذون الخزانة الإسلامية الماليزية (MITB): وهي أوراق مالية قصيرة الأجل متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية تصدر عن BNM نيابة عن حكومة ماليزيا. ويتم عادةً إصدارها على أساس أسبوعي، مع فترة استحقاق أصلية تصل إلى عام واحد.

- الأوراق النقدية الإسلامية لبنك نيجارا (BNMN-i): التي حلت محل أوراق بنك نيجارا القابلة للتداول Bank Negara Negotiable Notes، وهي أوراق مالية إسلامية يصدرها BNM لإدارة السيولة في السوق المالية الإسلامية. وتتراوح مدة هذه الإصدارات من سنة إلى 3 سنوات.

- صكوك بنك نيجارا ماليزيا القائمة على عقد الإجارة (SBNMI): وهي سندات إسلامية بدون قسيمة zero-coupon Islamic bonds تتراوح فترة استحقاقها من سنة إلى سنتين.

**ج- توفير أوراق مالية إسلامية بديلة للبنوك الإسلامية:** حيث تصدر الجهات السيادية الصكوك لتسمح من خلالها للبنوك الإسلامية بالاحتفاظ بأوراق مالية سائلة تلي متطلبات السيولة القانونية التي تخضع لها. إذ تمكن الصكوك المصدرة هذه البنوك من استثمار أموالها السائلة في أوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك لعدم قدرتها على شراء أو تداول الأوراق المالية الحكومية الماليزية (MGS) وأذون الخزانة الماليزية (MTB) وغيرها من الأوراق المالية السيادية التقليدية وذلك لقيامها على الفائدة المحرمة شرعا.

ونظرا لحرص الجهات السيادية الماليزية على تسهيل عمل البنوك الإسلامية بتقديم البديل الإسلامي عن السندات فإنه بمجرد أن رأى BNM أن الصكوك لا تصل للبنوك الإسلامية، رغم أنها تُعتبر المستهدف الأول من طرح الصكوك لتمكينها من إدارة سيولتها؛ قرر سنة 2015 أن يتوقف عن إصدار الصكوك قصيرة الأجل، ووضح أنه سيتجه لاستخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها فقط على البنوك الإسلامية<sup>1</sup>. وهو ما تم في مارس 2018، حيث قام البنك بإصدار نوع جديد من الصكوك BNM Islamic Interbank Bills (BNIB-i) وهي بديل إسلامي عن BNM Interbank Bills (BNIB) التي أصدرت لأول مرة في نوفمبر 2017. وتتراوح فترات استحقاق BNIB-i لمدة تصل لعام واحد كما يمكن إصدارها بالعملة المحلية أو الأجنبية. وهذه الصكوك شبيهة لـ BNMN-i وتختلف عنها في كونها متاحة وقابلة للتداول فقط ما بين البنوك الإسلامية المرخصة<sup>2</sup>.

**د- إنشاء منحى عائد** بالإضافة لأغراض إصدار الصكوك السيادية الماليزية التي سبق ذكرها؛ تلتزم حكومة ماليزيا بإصدار صكوك MGII و MITB بشكل منتظم بغرض تطوير منحى عائد قياسي إسلامي<sup>3</sup> يجمع بين عائد

<sup>1</sup> Thomson Reuters, *Innovation in Islamic Liquidity Management 2017- Transforming Islamic Finance Business*, p:30, Available on: <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReuters-InnovationinIslamicLiquidityManagement2017.pdf>

<sup>2</sup> - Ruslena Ramli: (COUNTRY CORRESPONDENT BNM's, BNM's Islamic Securities to Bridge HQLA Requirements and Bolster Domestic Sukuk Market), *Islamic Finance News (IFN)*, Volume16, Issue 21, 29 th May 2019, p: 19.

- BNM Website: [http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en\\_fxmm\\_mo&pg=en\\_fxmm\\_mo\\_overview&ac=282](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_fxmm_mo&pg=en_fxmm_mo_overview&ac=282)

<sup>3</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 101.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

الصكوك الحكومية ومدد استحقاقها. وهذا من أجل تسهيل عملية تسعير الصكوك بالنسبة للشركات الراغبة في إصدار هذه الأدوات التمويلية من خلال الاسترشاد بمنحنى العائد الحكومي.

وعلى غرار منحنى العائد القياسي الإسلامي؛ تم تطوير منحنى عائد قياسي للسندات الحكومية التقليدية تسترشد به الشركات المُصدرة لهذه الأدوات التمويلية.

يتم حساب منحنيات العائد للسندات والصكوك الحكومية بواسطة BNM، كما يتم إتاحتها عبر النظام الآلي بالكامل للإصدار والمناقصة (FAST) ومركز بيانات السندات "Bond Info Hub"<sup>1</sup>.

وتُصدر الحكومة صكوك MGII بمدد استحقاق 3 و 5 و 7 و 10 و 15 و 20 سنة وهي مدد الاستحقاق نفسها التي تُصدر بها سندات MGS والتي يضاف إليها بالنسبة لهذه الأخيرة فترة استحقاق أطول تصل لـ 30 سنة<sup>2</sup>. وقد كانت بداية الإصدارات بمدد متوسطة لتضاف تدريجياً مدد أطول وذلك من ناحية؛ بغرض إطالة منحنى العائد للإصدارات الحكومية بما يسمح بتوفير أسعار مرجعية لإصدارات الشركات طويلة الأجل. ومن ناحية أخرى بغرض تنويع الخيارات الاستثمارية المقدمة وتوفير موارد مالية لفترات أطول بما من شأنه تقليل مخاطر إعادة التمويل.

### 2- الشركات:

وتشمل المؤسسات المالية والمؤسسات المالية غير المصرفية\* والشركات المدرجة وغير المدرجة بما في ذلك الشركات الفرعية المحلية أو الشركات التابعة للشركات الإقليمية أو العالمية. ويضاف لذلك المؤسسات المرتبطة بالحكومة أو ذات الصلة كخزانة (Khazanah) وهي الدراع الاستثماري للحكومة الماليزية؛ وكشركة الرهن العقاري الوطنية (Cagamas) التي تعد ثاني أكبر مُصدر للأوراق المالية بعد حكومة ماليزيا، والمُصدر الرئيس للأوراق المالية المدعومة بالأصول في ماليزيا. وهي تصدر الصكوك والسندات لتمويل شراء قروض الإسكان وغيرها من المستحقات الاستهلاكية من المؤسسات المالية والحكومة إضافة لشركات مختارة<sup>3</sup>.

وفي السابق كانت السندات أو الصكوك التي تصدرها الشركات في القطاع الخاص في ماليزيا توصف بأنها سندات دين خاصة، وهذا إلى غاية 22 جويلية 2016 حيث صدر إخطار من قبل BNM يعلم فيه مؤسسات

<sup>1</sup> Ibid, p: 81.

<sup>2</sup> Bank Negara Malaysia: Frequently Asked Question (FAQ) Malaysian Government Investment Issue (MGII), Op. cit, pp: 3,6

\* هي مؤسسات تعمل على حشد المدخرات وتسهيل تمويل الأنشطة المختلفة، لكنها لا تقبل الودائع من الجمهور. وتتألف هذه المؤسسات من مزيج من المؤسسات التي تشمل صناديق التقاعد وشركات التأمين والصناديق المشتركة وشركات التأجير وشركات رأس المال الاستثماري. (أنظر: Comcec. (Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, p:39).

<sup>3</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 39,40,55.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

القطاع المالي باستبدال مصطلح "سندات الدين الخاص" بـ "صكوك و/ أو سندات الشركات" في جميع اللوائح والأوامر والمبادئ الإرشادية والإشعارات الصادرة عن BNM وذلك تماشياً مع ما هو متعامل به في الأسواق الدولية<sup>1</sup>.

وقد شكلت صكوك وسندات الشركات 45٪ من إجمالي تمويل الشركات في ماليزيا في نهاية عام 2017، مقارنة بـ 8.8٪ فقط في عام 1993 حيث كان الائتمان المصرفي هو المهيمن على مصادر تمويل الشركات الماليزية في ذلك الوقت. وهذا التغيير مرده راجع إلى تطور سوق رأس مال الدين الماليزي الذي أصبح بديلاً هاماً لتوفير التمويل طويل الأجل للشركات الذي زادت الحاجة إليه في ظل النمو المستمر للاقتصاد الماليزي<sup>2</sup>.

وللصكوك الدور الأكبر في تمويل الشركات في ماليزيا مقارنة مع الدور الذي تؤديه السندات التقليدية، ففي سنة 2018 -على سبيل المثال- بلغ حجم صكوك الشركات القائمة ما قدره 497.21 مليار رنجيت، وهو ما يمثل 76.01٪ من إجمالي صكوك وسندات الشركات القائمة لهذه السنة<sup>3</sup> وقد كان حجم هذه الصكوك يقدر بـ 91.6 مليار رنجيت في 2005. وهو ما يمثل نسبة 44٪ من إجمالي صكوك وسندات الشركات القائمة لتلك السنة<sup>4</sup>. وما ساعد على زيادة هذه النسبة هو إدخال حوافز مالية للتمويل الإسلامي عبر الميزانيات السنوية، ما أدى إلى تحفيز القطاع الخاص على اختيار الصكوك بدلاً من السندات التقليدية.

وتنوع إصدارات الشركات الماليزية من الصكوك على مجموعة متنوعة من العقود المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بما في ذلك المشاركة، المضاربة، المرابحة، الإجارة والوكالة بالإضافة للعقود المهجينة التي تضم أكثر من عقد، وتُصدر هذه الصكوك على المدى القصير والمتوسط وطويل الأجل.

كما تنوع الشركات المُصدرة للصكوك في شتى القطاعات بما في ذلك القطاع العقاري، البنية التحتية، الخدمات المالية، الطاقة والمرافق، تجارة التجزئة، الاتصالات السلكية واللاسلكية، الصناعة، الزراعة، النفط والغاز، التعليم. ومؤخراً أصبحت الشركات تصدر الصكوك بغرض تمويل المشاريع الصديقة للبيئة، حيث قامت شركة ماليزية في جوان 2017 - ولأول مرة - بإصدار صكوك استثمار مسؤول ومستدام خضراء "green SRI sukuk" بلغت قيمتها 250 مليون رنجيت ماليزي وذلك لتمويل مشروع ضخم للطاقة الشمسية. وفي وقت لاحق، في أكتوبر 2017، أصدرت شركة أخرى صكوك استثمار مسؤول ومستدام خضراء بمليار رنجيت ماليزي، وهو أكبر إصدار لهذه الصكوك في العالم والهدف منه تمويل بناء ثلاث محطات للطاقة الشمسية الكهروضوئية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> متوفر على موقع BNM على الرابط التالي:

[http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en\\_announcement&pg=en\\_announcement&ac=454&lang=en](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_announcement&pg=en_announcement&ac=454&lang=en)

<sup>2</sup> Securities Commission Malaysia: Annual Report 2018, p: 84.

<sup>3</sup> Ibid, p: 165.

<sup>4</sup> Securities Commission Malaysia: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, May 2006, Vol 1, No 1, p: 13.

<sup>5</sup> Islamic Financial Services Board (IFSB): Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018, Kuala Lumpur, Malaysia, may 2018, p: 27, Available on:

<https://www.ifsb.org/download.php?Id=4811&lang=English&pg=/index.php>

### 3- البنوك

إن البنوك هي جزء من الشركات؛ ولقد تم فصلها عن الشركات فقط لخصوصية تعاملاتها بالصكوك الإسلامية. حيث تقوم البنوك الماليزية سواء الإسلامية منها أو التقليدية بإصدار الصكوك الإسلامية بغرض الحصول على السيولة الكافية، وذلك كباقي الشركات وتستخدم البنوك هذه السيولة في ممارسة نشاطها الرئيس وهو الوساطة البنكية. وإلى جانب هذا الغرض؛ فإن البنوك الماليزية وبالأخص الإسلامية منها باتت في السنوات الأخيرة تصدر الصكوك أيضا تنفيذًا لإطار عمل كفاية رأس مال البنوك الإسلامية (مكونات رأس المال) الذي أصدره BNM في نوفمبر 2012، والذي أوضح فيه استخدام الصكوك لتلبية متطلبات الشريحة الأولى الإضافية (AT1) ومتطلبات الشريحة الثانية من رأس المال التنظيمي (Tier 2)؛ وقد أصدر BNM إطار العمل هذا لتسهيل انضباط البنوك الإسلامية بمعايير بازل III مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصية هذه البنوك.

وكان بنك "Am Islamic" هو أول بنك في ماليزيا يصدر صكوكا متوافقة مع معايير بازل III وذلك في فيفري 2014 لتلحقه العديد من البنوك فيما بعد<sup>1</sup>.

### ثانيا: المستثمرون

يوجد نوعان من المستثمرين في سوق الصكوك الماليزية، هما: المؤسسات والأفراد.

#### 1- المؤسسات:

تشكل المؤسسات غالبية المستثمرين في سوق الصكوك الماليزي؛ وأهم هذه المؤسسات:

**أ- صناديق المعاشات التقاعدية:** يتألف نظام التقاعد الماليزي من سلسلة من صناديق الادخار. وصندوق ادخار الموظفين (EPF) هو أكبر صندوق ادخار في ماليزيا، وهو ما يمثل أكثر من 85% من إجمالي أصول نظام التقاعد الماليزي<sup>2</sup> ولأن قانون صندوق ادخار الموظفين (الذي تمت مراجعته عدة مرات) يسمح باستثمار جزء من أموال الصندوق في الأوراق المالية فقد بات الصندوق مشاركا هاما في سوق الأوراق المالية سواء التقليدية أو الإسلامية. وقد مثلت استثمارات الصندوق في الأصول الشرعية بما فيها الصكوك في 31 ديسمبر 2016 ما مجموعه 45% من إجمالي استثمارات الصندوق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia: Bi-annual Bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, January–June 2014, Vol 9, No 1, pp: 17,18.

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 56.

<sup>3</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, p: 87.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وفي أوت 2016، أتاح (EPF) لأعضائه خيار تحويل مدخراتهم التقليدية الحالية إلى خيار نظام المعاشات التقاعدية الإسلامي الذي سُمي بـ "EPF Simpanan Shariah"، والذي تستثمر فيه جميع المدخرات في أصول متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بما فيها الصكوك الإسلامية. على أن يبدأ العمل به في 1 جانفي 2017<sup>1</sup>.

**ب- مؤسسات التأمين:** في الغالب تتجمع لدى مشغلي التكافل (مؤسسات التأمين التكافلي) أموال ضخمة من أقساط التأمين التي يتحصلون عليها من المؤمنين؛ وفي العادة يبقى جزء هام من هذه الأموال دون استغلال، وهو الجزء الذي يعمل مشغلو التكافل على استثماره - إلى جانب أموال المساهمين - وذلك حتى لا تفقد هذه الأموال قيمتها مع الوقت. وبذلك تحافظ هذه الشركات على قدرتها على تعويض المؤمنين في حال تعرضهم لأي مخاطر على المدى الطويل.

ومن أهم الأوعية الاستثمارية لمشغلي التكافل في ماليزيا نجد "الصكوك الإسلامية" فعلى سبيل المثال بلغت حصة هذه الأخيرة ما نسبته 66% من إجمالي أصول مشغلي التكافل في نهاية سنة 2015 مقابل استثمارات في الأسهم بنسبة 14% مع أرصدة نقدية متواضعة لتغطية الالتزامات الحالية، وتخصيص صغير للعقارات. ويتم الاحتفاظ بمعظم توزيعات الصكوك في أوراق مالية غير مسعرة داخل ماليزيا<sup>2</sup>.

وعند ذكر مشغلي التكافل فإن هذا لا يعني استبعاد نظرائهم التقليديين، بل إن مؤسسات التأمين التقليدي بماليزيا هي أيضا بإمكانها استثمار فوائضها المالية في الصكوك الإسلامية جنبا إلى جنب مع باقي الأدوات المالية التقليدية المتاحة أمامها.

**ج- المؤسسات المصرفية:** تستثمر المؤسسات المصرفية الماليزية سواء الإسلامية منها أو غير الإسلامية في الصكوك، وذلك لأغراض عدة منها:

- دعم القطاع الخاص بتوفير احتياجاته التمويلية طويلة الأجل.
- المساهمة في تمويل المشاريع التنموية العمومية وسد العجز في ميزانية الدولة؛ حيث اعتبرت في نهاية جوان 2017 المؤسسات المالية المصرفية والإئتمانية؛ المستثمر الأول في إصدارات الاستثمار الحكومية الماليزية MGII بحصة قدرت نسبتها بـ 43%<sup>3</sup>.
- إلى جانب الأغراض السابقة باتت المؤسسات المصرفية في السنوات الأخيرة تستثمر في الصكوك بغرض رفع حيازتها من الأصول السائلة عالية الجودة، وذلك امتثالا لمتطلبات نسبة تغطية السيولة التي أصدرها BNM

<sup>1</sup> Rodney Gerard D'Cruz and Murni Zulkifli, Op. cit, p: 54.

<sup>2</sup> Middle East Global Advisors: Finance Forward World Takaful Report 2016, p: 20, Available on Website at the following link: [http://www.takafulprimer.com/main/downloads/ms\\_5860.pdf](http://www.takafulprimer.com/main/downloads/ms_5860.pdf)

<sup>3</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, p: 89.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

في مارس 2015، والتي تصنف أنواعاً محددة من الصكوك ضمن الأصول السائلة عالية الجودة. ومن بين هذه الأنواع:

– الصكوك الإسلامية المصدرة من قبل الدولة أو البنك المركزي المقومة بالعملة المحلية للدولة ذات أوزان المخاطر غير الصفريّة  $non-0\%$  risk weight والتي تضم الصكوك القابلة للتسويق والمضمونة من قبل الحكومة الفدرالية الماليزية (مثل MGII) أو المضمونة من قبل BNM (مثل BNMN-i).

– الصكوك الإسلامية المصدرة من قبل الدولة أو البنك المركزي المقومة بعملة أجنبية ذات أوزان المخاطر غير الصفريّة  $non-0\%$  risk weight . من ضمن ما تشمله هذه الفئة الصكوك المصدرة عن المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة\* (IILM).

وإلى جانب الصكوك تتضمن الأصول السائلة عالية الجودة السندات مثل MGS و BNMN<sup>1</sup>. إلا أن البنوك التقليدية في ماليزيا تفضل الصكوك على السندات، حيث زادت حيازات المؤسسات المصرفية الإسلامية والتقليدية من MGII ما بين سنة 2014 و 2017 بـ 29% بينما انخفضت حيازات البنوك التقليدية من MGS للفترة نفسها بـ 8%<sup>2</sup>.

وفي الإطار ذاته فقد تم تصنيف الصكوك المصدرة مؤخراً في مارس 2018 BNIB-i؛ ضمن الأصول السائلة عالية الجودة وهذا ما أدى إلى تسجيل طلب كبير عليها من قبل البنوك الإسلامية التي حُصصت هذه الصكوك لها. ما أدى إلى زيادة عرض هذه الصكوك من قبل BNM إذ انتقلت إصداراتها من 3.5 مليار رنجيت ماليزي ( 834.22 مليون دولار أمريكي) بنهاية أبريل 2018 إلى 12.6 مليار رنجيت ماليزي (3 مليار دولار أمريكي) بنهاية أبريل 2019 محققة بذلك زيادة بـ 260%<sup>3</sup>.

**د- مؤسسات إدارة الأصول:** عند تلقي الأموال من أصحاب الفوائض المالية تقوم مؤسسات إدارة الأصول المرخصة في ماليزيا باستثمار تلك الأموال المجمعة في أصول متنوعة تختلف حسب ما إذا كانت مؤسسة إدارة الأصول

\* المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة (IILM) هي مؤسسة دولية تم إنشاؤها سنة 2010 من قبل مجموعة من البنوك المركزية والمؤسسات النقدية إضافة للبنك الإسلامي للتنمية، والغرض من ذلك هو تعزيز قدرة المؤسسات المالية الإسلامية على إدارة سيولتها، وقد عاجلت المؤسسة ضعف أسواق النقد الدولية والأدوات ذات الصلة الخاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية من خلال تصميم صكوك IILM على وجه التحديد لتكون قصيرة الأجل (أي ذات أجل استحقاق يقل عن السنة الواحدة). كما قامت المؤسسة بجعل صكوكها كأدوات للأسواق النقدية من خلال هيكلتها بما يتوافق مع متطلبات لجنة بازل III واعتبارها "أصولاً سائلة عالية الجودة (HQLA)" (أنظر: (Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op. cit, p p:36, 228).

<sup>1</sup> Bank Negara Malaysia: Liquidity Coverage Ratio, 31 March 2015, p: 14, Available on BNM Website at the following link:

[https://www.bnm.gov.my/guidelines/01\\_banking/04\\_prudential\\_stds/Liquidity\\_Coverage\\_Ratio.pdf](https://www.bnm.gov.my/guidelines/01_banking/04_prudential_stds/Liquidity_Coverage_Ratio.pdf)

<sup>2</sup> الإحصائيات بناء على:

Bank Negara Malaysia : Federal Government Debt Issued Domestically- Classification by Holder –, Available on BNM Website at the following link: <http://www.bnm.gov.my/files/publication/msb/2018/1/xls/3.1.5.xls>

<sup>3</sup> Ruslena Ramli, Op. cit, p: 19.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

إسلامية أو تقليدية. وقد بلغ مجموع الأموال التي تديرها شركات إدارة الصناديق المرخصة في ماليزيا: 696.27 مليار رنجيت ماليزي بنهاية سنة 2016. منها 149.64 مليار رنجيت ماليزي أي 21.49% مدارة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية. ومن هذه الأخيرة شكلت الاستثمارات في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية نسبة 21.9%، وهي تأتي في المرتبة الثالثة بعد الاستثمارات في كل من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وإصدارات سوق النقد<sup>1</sup>.

### 2- الأفراد:

المستثمرون الأفراد أو مستثمرو التجزئة هم أشخاص ليسوا من الأفراد ذوي الملاءة المالية العالية، أو كيانات مرتفعة القيمة، أو مستثمرين معتمدين على النحو المبين في المبادئ التوجيهية الخاصة بممارسات البيع في منتجات سوق رأس المال غير المدرجة<sup>2</sup>.

وقد بدأ طريق تحرير سوق صكوك وسندات التجزئة في عام 2013، حيث حاولت بورصة ماليزيا تحفيز سوق سندات التجزئة من خلال تقديم الصكوك والسندات المتداولة في البورصة (ETBS) بشكل يسمح لمستثمري التجزئة بالمشاركة بمبلغ يصل إلى 1000 رنجيت ماليزي<sup>3</sup>. وذلك ضمن إطار عمل صكوك وسندات التجزئة الماليزية الذي أطلقته SC في سبتمبر 2012، والذي أتاح لمستثمري التجزئة الاستثمار المباشر في الصكوك والسندات. بعد أن كان وصول المستثمرين للسندات والصكوك يتم بطريقة غير مباشرة من خلال صكوك وسندات صناديق وحدة الثقة unit trust funds وصناديق المؤشرات المتداولة (I-ETF)

ومنذ سنة 2013 لم يتم إدراج سوى ثلاثة صكوك للبيع بالتجزئة (جميعها صادرة عن DanaInfra Nasional Bhd)؛ على المنصة وكان أداء تداولها ضعيفاً. وحتى يتم تدارك هذا الوضع ويتم تسهيل وصول أكبر لمستثمري التجزئة إلى سوق الصكوك والسندات الماليزية تم التوجه هذه المرة إلى السوق خارج البورصة، حيث قدمت SC في 19 سبتمبر 2018 إطاراً جديداً "Seasoning framework" من شأنه أن يسمح لمستثمري التجزئة بالوصول إلى صكوك وسندات الشركات المتداولة في السوق خارج البورصة (OTC). ومن خلال هذا الإطار يتمكن المستثمرون الأفراد من الوصول للصكوك والسندات في السوق الثانوية، وهذه الصكوك والسندات هي التي تم إصدارها في الأصل للمستثمرين المؤهلين، وأعيد تقييمها إلى أحجام أصغر بكثير ليعاد توزيعها على مستثمري التجزئة في السوق الثانوية.

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia: Fund Management Statistics, 2019.

<sup>2</sup> Paragraph 1.11: Guidelines on Sales Practices of Unlisted Capital Market Products, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia, 2012 (R1-2016), pp: 4, 28-29.

<sup>3</sup> Available on BIX Website at the following link: <https://www.bixmalaysia.com/Learning-Center/Articles-Tutorials/Cover-Story-Opening-doors-for-retail-investors, 18/8/2019>.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وبموجب هذا الإطار، يجب أن تكون صكوك وسندات الشركات المؤهلة للاستثمار بالتجزئة موجودة في السوق لمدة لا تقل عن 12 شهرًا، وتخضع لجميع معايير الأهلية المنصوص عليها في *guidelines on seasoned corporate bonds and sukuk*<sup>1</sup>.

ويندرج "Seasoning framework" ضمن مجموعة من الإجراءات الأخرى والتعديلات التي اتخذتها SC لوضع إطار تنظيمي تحريري لاستثمارات التجزئة في سوق صكوك وسندات الشركات الماليزية.

والمستثمرون الأفراد (أو- في الواقع- أي مستثمرين) عادة ما يهتمون بالحصول على المعلومات الكافية والفهم الجيد للصكوك والسندات حتى يتمكنوا من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على معرفة ودراية. ولأجل ذلك حرصت السلطات الماليزية على توفير مجموعة واسعة من مصادر المعلومات والمواقع الإلكترونية التي تزود المستثمرين - بمختلف أنواعهم- بكافة المعلومات المتعلقة بسوق الصكوك والسندات والبنية التحتية للسوق، والأشخاص المرخص لهم والوسطاء، وبما يقدمه السوق من منتجات وخدمات. ومن أمثلة ما تم في هذا المجال نذكر الآتي:

- توفير SC في موقعها على الإنترنت قائمة شاملة بالتشريعات واللوائح لسوق السندات الماليزية، بما في ذلك الأحكام المتعلقة بأدوات الدين والصكوك، والسوق والمشاركين فيها، ومعايير الترخيص الخاصة بهم.

- توفير BNM عددا من المواقع الإلكترونية لتعليم المستثمرين تهدف إلى حمايتهم، مع التركيز بشكل خاص على قطاعات سوق السندات التقليدية والإسلامية.

- تقديم مواقع الويب الخاصة بمؤسسات السوق ومقدمي خدمات البنية التحتية للسوق تفاصيل عن الغرض منها، والبيئة التنظيمية، والقدرات التشغيلية. كما تقدم معظم مؤسسات السوق ندوات تثقيفية للمستثمرين أو برامج تعليمية<sup>2</sup>.

- إنشاء منصة **BIX** التي تم إطلاقها في 6 نوفمبر 2017؛ وهي منصة معلومات غير هادفة للربح تم إنشاؤها لتوفير حرية الوصول العام إلى المعلومات عن الصكوك والسندات الصادرة في ماليزيا. حيث توفر معلومات

<sup>1</sup> - Securities Commission Malaysia: *Bi-annual Bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market*, Vol 7, No 2, July-December 2012, p: 8.

- BIX Website at the following link: <https://www.bixmalaysia.com/Learning-Center/Articles-Tutorials/Cover-Story-Opening-doors-for-retail-investors>

- Securities Commission Malaysia: *Frequently Asked Questions Seasoned Corporate Bonds and Sukuk Framework*, 19 September 2018, Available On SC Website at the following link:

<https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=cdea2bfc-4042-4c93-ad8a-259c10a6c008>

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 65-66.

شاملة ومحدثة عن سوق الصكوك والسندات الماليزية بشكل يسمح بزيادة الشفافية في كل من الأسواق الأولية والثانوية، وأيضاً زيادة الوعي لدى المستثمرين، بما في ذلك المستثمرين الأفراد في الصكوك والسندات<sup>1</sup>.

بالإضافة للأنواع المذكورة سابقاً للمصدرين والمستثمرين وهي جميعها جهات محلية؛ بإمكان الجهات الأجنبية أيضاً الدخول لسوق الصكوك الماليزية سواء من خلال الإصدار أو الاستثمار في هذه الأدوات التمويلية. حيث حرصت السلطات الماليزية كل الحرص على جذب الأجانب لسوق الصكوك لما لذلك من أهمية في تعزيز عمق السوق والرفع من كفاءته، وفي تحسين مستوى الشفافية والإفصاح فيه. وليس هذا فحسب بل إن دخول الأجانب لا تقتصر أهميته على سوق الصكوك وإنما على الاقتصاد ككل؛ فدخولهم يعني ثقتهم ليس فقط في السوق وإنما في الاقتصاد بشكل عام، وهذا ما ينعكس بالإيجاب عليهما.

ومن بين مظاهر الحرص التي أبدتها السلطات الماليزية لجذب الأجانب لسوق الصكوك؛ أن جعلت الأجانب من المستثمرين يتمتعون بنفس إمكانية الوصول إلى البيانات ذات الصلة كمستثمرين محليين. من خلال نشر وثائق الإصدار، وعناصر الإفصاح، وتقييمات الائتمان، ومعلومات التسعير للصكوك وسندات الدين باللغة الإنجليزية عبر مجموعة متنوعة من مواقع الويب العامة، وفي حال ما إذا كانت مواقع الويب تتطلب اشتراكاً لتلقي المعلومات، فإن هذه الاشتراكات تتاح أيضاً للمستثمرين الأجانب<sup>2</sup>.

### المطلب الرابع: البيئة القانونية لصناعة الصكوك في ماليزيا

#### أولاً: الإطار القانوني العام لصناعة الصكوك في ماليزيا

##### 1- الإطار القانوني للتمويل الإسلامي بماليزيا

بشكل عام، توجد ثلاثة أنواع من الأنظمة القانونية وهي: القانون العام، والقانون المدني والقانون الإسلامي. تميل معظم الدول إلى تبني القانون العام Common Law، أو القانون المدني Civil Law، أو أنظمة قانونية تعكس جوانب القانون المدني والقانون العام. وتميل العديد من البلدان ذات الأغلبية المسلمة إلى دمج الشريعة الإسلامية ضمن أطرها القانونية التقليدية إلى حد ما، وخاصة في المسائل الشخصية (مثل الزواج والطلاق وقانون الأسرة والميراث) والقانون الجنائي.

<sup>1</sup> متوفر على موقع BIX على الرابط التالي: <https://www.bixmalaysia.com/About-Us/About-BIX>

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 66.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وبالنسبة لماليزيا فإن النظام القانوني فيها يعتمد على القانون العام الإنجليزي. وعادة ما تكون الأنظمة القانونية المستندة إلى القانون العام أكثر مرونة فيما يتعلق بالتطور والاستجابة للظروف المتغيرة، حيث يمكن الاستعاضة عن القواعد بالالتزام بما تم البت فيه سابقا (مراعاة السوابق القضائية). وتكون هذه التغييرات في القانون أكثر صعوبة، فهي مكلفة وتستغرق وقتا طويلا في ظل نظام القانون المدني الذي يستند إلى تشريعات عامة وقوانين تصدرها السلطة التشريعية، ولا يمكن تعديلها إلا من قبلها. ويتم تقديمها بإجراءات رسمية وتعتبر ملزمة للمحاكم.

ومرونة نظام القانون العام في مواجهة القضايا الجديدة يؤدي إلى تسهيل تنمية التمويل الإسلامي، لذلك تعتبر البلدان ذات الأنظمة القانونية المختلطة القائمة على كل من القانون العام والقانون الإسلامي؛ ملائمة لتنمية صناعة التمويل الإسلامي. بينما؛ البلدان ذات الأنظمة القانونية المختلطة القائمة على القانون المدني والقانون الإسلامي هي أقل مرونة في إدخال تغييرات على قوانينها القديمة، وهو ما يعيق تطور التمويل الإسلامي<sup>1</sup>.

وأيا ما كان النظام القانوني السائد في البلد؛ فإن تعاملها مع المالية الإسلامية من الناحية القانونية قد يأخذ أحد الأشكال التالية:

- تطبيق نفس الإطار القانوني القائم الخاص بالمالية التقليدية.

- تكييف أو تعديل الإطار القانوني القائم بإدراج بنود في القوانين القائمة على سبيل المثال.

- استحداث إطار قانوني منفصل تماما عن الإطار القانوني الخاص بالمالية التقليدية.

ومن خلال الأشكال السابقة للتعامل القانوني مع المالية الإسلامية يتبين لنا أن العمل بالمالية الإسلامية لا يرتبط دوما بتوفر الإطار القانوني أولاً. ورغم ذلك فإن التجارب أثبتت أن الإطار القانوني له علاقة مباشرة بحجم الأصول المالية الإسلامية المتداولة، فأينما توفرت البيئة المصرفية والمالية على الإطار القانوني المناسب لنشاط المالية الإسلامية كان هناك نمو قوي للأصول المالية الإسلامية.

وهذا هو المبدأ الذي سارت عليه ماليزيا، وذلك بتسبيق القوانين على أي إجراءات أخرى كما حدث مع قانون البنك الإسلامي لعام 1983 الذي سبق تأسيس أول بنك إسلامي، وأيضا قانون التكافل لعام 1984 الذي سبق تأسيس أول شركة تكافل. وبمجرد سن أي قانون يصبح من السهل إحداث تعديلات عليه كلما طرأت مستجدات تستدعي ذلك. وحاليا تم إلغاء القانونين السابقين وتم استبدالهما بقانون الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2013، الذي بات يحكم عمل البنوك ومشغلي التكافل في ماليزيا.

<sup>1</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, pp: 26-27.

## 2- الإطار القانوني لصناعة الصكوك في ماليزيا

لقد حازت الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة من أدوات التمويل الإسلامي على نصيب هام من جهود السلطات التشريعية الماليزية التي بذلتها لسنوات طويلة من أجل تطوير بيئة قانونية ملائمة لصناعة التمويل الإسلامي. وقد كانت ثمرة هذه الجهود جملة من القوانين والمبادئ التوجيهية والقواعد التي استطاعت السلطات التشريعية من خلالها أن تضبط آليات العمل بالصكوك على اختلافها، وأن توفر الغطاء القانوني لكافة الأطراف المتدخلة في سوق الصكوك الإسلامية. وهذا ما أدى إلى تأسيس بيئة قانونية متكاملة كانت سببا من أسباب ازدهار صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

وبالنسبة للقانون الرئيس الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها في ماليزيا؛ فيتمثل في قانون أسواق رأس المال والخدمات (CMSA) الذي تم سنّه من قبل البرلمان الماليزي في ماي عام 2007، والذي تم تعديله لأكثر من مرة في السنوات الأخيرة. وينظم هذا القانون الترخيص لخدمات سوق رأس المال التقليدي والإسلامي على حد سواء. حيث تم تضمين هذا القانون جملة أحكامٍ تم من خلالها مراعاة خصوصية التعاملات المالية الإسلامية، ومن ضمن ذلك ما يلي:

- النص على أن أي اقتراح أو مخطط أو معاملة أو ترتيب أو نشاط أو منتج أو مسألة تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية يجب أن يتوافق مع المتطلبات ذات الصلة بموجب قوانين الأوراق المالية والمبادئ التوجيهية الصادرة عن SC<sup>1</sup>.

- منح الصلاحية لـ SC عند إصدارها لمبادئ توجيهية بموجب المادة 377؛ أن تحدد في هذه المبادئ:

- أي اتفاقية نموذجية أو وثيقة تتعلق بترتيب، أو معاملة تتعلق بمنتجات سوق رأس المال الإسلامي.

- واجبات ومسؤوليات الأطراف المختلفة المشاركة في ترتيب، أو معاملة تتعلق بمنتجات سوق رأس المال الإسلامي.

- أي مسألة أخرى قد تراها مناسبة، من خلال التنفيذ الكامل لمبادئ الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بمعاملة تتعلق بمنتجات سوق رأس المال الإسلامي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Section 316 B (2): Act 671, Capital Markets and Services Act 2007, (amended in 2015), Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia, p: 497.

<sup>2</sup> 316 A (2), Ibid, p: 496.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- توضيح أن أي إشارة إلى "المقترض" في القسم 4 المتعلق بالسندات من الجزء السادس من هذا القانون يجب أن تُفسر على أنها إشارة إلى "مصدر صكوك" أو "مصدر منتج مُهيكل وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية"، وذلك لغرض تطبيق تلك الأحكام على الصكوك أو المنتجات المهيكلة وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>. وإلى جانب CMSA، توجد قوانين أخرى لها علاقة بأنشطة الأوراق المالية بما فيها الإسلامية. وهذه القوانين هي:

**قانون الشركات الصادر سنة 1965 والمعدل سنة 2016**، وهو القانون الذي يحكم الشركات العاملة في ماليزيا وحسب ما جاء فيه؛ يجوز فقط لثلاث أشكال من الشركات أن تؤسس في ماليزيا وهي: الشركات المحدودة بالأسهم والشركات المحدودة بالضمان وأيضا الشركات غير المحدودة<sup>2</sup>. وهذه الأنواع من الشركات قد تأخذ شكل شركة عامة أو خاصة؛ باستثناء الشركات المحدودة بالضمان التي يمكنها فقط أن تكون شركة عامة<sup>3</sup>.

يحتوي قانون الشركات على كافة الأحكام المتعلقة بتسجيل وإدارة وحل الشركات والتعامل مع سائر الأمور ذات الصلة<sup>4</sup> والتي من ضمنها الأحكام التي تتعلق بتعامل الشركات مع الأوراق المالية "debentures" بصفة عامة التي تشمل بحسب هذا القانون كلا من الأسهم والصكوك والسندات وغيرها<sup>5</sup>. وعلى سبيل المثال فقد تضمن القانون في هذا الصدد أحكاما تتعلق بنشرة الإصدار ومحتوى سند العهدة Trust Deed\*، وواجبات الأوصياء\* ومسؤوليتهم تجاه حملة الأوراق المالية. كما تضمن القانون حكما يحظر عرض الأوراق المالية على الجمهور من قبل الشركات الخاصة المحدودة بأسهم<sup>6</sup> وغيرها من الأحكام التي تضع الخطوط العريضة لتعامل الشركات بالأوراق المالية.

### - قانون هيئة الأوراق المالية لسنة 1993.

### - قانون صناعة الأوراق المالية (الحافظون المركزيون) لسنة 1991.

ويكمل هذه القوانين متطلبات تنظيمية، جاءت في شكل مذكرات ومبادئ توجيهية صادرة عن الجهات التنظيمية المكلفة بالإشراف العام على الأوراق المالية وأسواق رأس المال وإدارتها.

<sup>1</sup> 316 D, Ibid, p: 497.

<sup>2</sup> Sub-section 10 (1), **Act 777, Companies Act**, Kuala Lumpur-Malaysia, 2016, p:49.

<sup>3</sup> section 11 (1), (2), and (3), Idem.

<sup>4</sup> Ibid, P: 31.

<sup>5</sup> section 2 (1), Ibid, p: 34.

\* **الوصي**: هو شخصية اعتبارية تمارس أعمال الشركة ذات الغرض الخاص. تفصيل الأحكام المتعلقة بالوصي وسند العهدة: موجودة في الصفحة 179 من هذه الدراسة.

<sup>6</sup> section 43 (1) a, Ibid, p: 68.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

والصكوك الإسلامية كباقي الأوراق المالية الإسلامية تخضع لمختلف القوانين سابقة الذكر، وإلى جانب ذلك فهي تخضع أيضا للمبادئ التوجيهية ذات الصلة بها والتي وضعتها SC. وقد طرأت على هذه المبادئ العديد من التعديلات في الفترة السابقة نظرا لتسارع المستجدات في صناعة الصكوك وحرص السلطات الماليزية الدائم على مسايرة الإطار القانوني للصكوك الإسلامية بمختلف المستجدات. وقد كان من بين المبادئ التوجيهية التي تم إصدارها ما هو خاص بالصكوك الإسلامية دون غيرها من الأوراق المالية كالمبادئ التوجيهية بشأن الصكوك المُصدرة سنة 2012، وأيضاً المُصدرة في 2014. أما حالياً فقد باتت الصكوك تخضع لمبادئ توجيهية تنظم كلا من الصكوك والسندات على حد سواء وتراعى فيها مختلف الاختلافات الموجودة بينهما. وهذه المبادئ هي:

### – المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع\* والإطلاق<sup>٥</sup>

(الصادرة في 9 مارس 2015 المنقحة في 16 جانفي 2017) Guidelines on UCMP Under the LOLA Framework

### – المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة (الصادرة في 15

جوان 2015 والمنقحة بتاريخ: 8 نوفمبر 2017): Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors

والبيئة القانونية للصكوك لا تقتصر على القوانين سابقة الذكر فحسب، ولا على هذه المبادئ التوجيهية. بل إن الأمر أوسع من ذلك بكثير وهذا ما سيتضح من خلال مجموعة القضايا القانونية التي سنتناولها بالدراسة في باقي عناصر هذا المطلب.

### ثانيا: الإطار القانوني لإصدار الصكوك السيادية:

تخضع إصدارات الأوراق المالية الإسلامية الحكومية - مثل إصدارات الاستثمار الحكومية الماليزية (MGII) وأذونات الخزانة الإسلامية الماليزية (MITB) - إلى قانون التمويل الحكومي (القانون 275) لسنة 1983 المعروفة سابقا باسم قانون الاستثمار الحكومي.

ينص القانون على قيام حكومة ماليزيا بجمع الأموال باستخدام الأوراق المالية التي يُشترط فيها أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية كما يُقرها SAC. ويعطي القانون لوزير المالية سلطة إصدار الأوراق المالية نيابة عن الحكومة<sup>1</sup>. أما استثمار الأموال المتلقت من عملية الاكتتاب فتتم من قبل BNM نيابة عن الوزير<sup>2</sup>. حيث يحدد

\* يشير الإيداع "Lodge" إلى إيداع معلومات ووثائق منتج سوق رأس المال لدى SC.

<sup>٥</sup> يشير الإطلاق "Launch" إلى توفير المنتج غير المدرج في سوق رأس المال للمستثمرين.

<sup>1</sup> Section 3 (1): Act 275, Government Funding Act, Kuala Lumpur-Malaysia, 1983, p: 5.

<sup>2</sup> Section 6, Ibid, p: 6.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

BNM شروط وأحكام أي صك يصدر والتي تشمل: المبلغ، وتاريخ الإصدار، وتاريخ الاستحقاق، وعوائد الاستثمار، وأي شروط وأحكام أخرى يراها البنك مناسبة<sup>1</sup>.

ومقابل القانون 275؛ يتم إصدار سندات الدين التقليدية مثل السندات الحكومية الماليزية (MGS) وأذونات الخزنة الماليزية (MTB) بموجب قانون القرض (المحلي) (قانون 637) لسنة 1959 (المعدل في عام 2004) وقانون أذون الخزنة (المحلي) لسنة 1946 (قانون 188) (المعدل في عام 1977).

وبصرف النظر عن تمكين الحكومة الفيدرالية من الاقتراض أو جمع الأموال، تفرض القوانين سابقة الذكر قيودًا معينة على الحكومة الفيدرالية لضمان الإدارة الحكيمة للديون الفيدرالية. حيث أكد كل من القانون 275 والقانون 637 على ضرورة عدم تجاوز الأموال المستدانة سقف الديون المنشور في الجريدة الرسمية الذي يتم تحديده من وقت لآخر بواسطة حاكم ماليزيا.

في نهاية جوان 2016، بلغت MGS و MGII و MITB المستحقة نسبة 48.5٪ من الناتج المحلي الإجمالي GDP، وهي نسبة أقل من سقف الدين المحدد بـ 55٪ من الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>. وهو ما يسمح للدولة بالتوسع أكثر في الاستدانة بالاعتماد على هذه الأدوات التمويلية من أجل تمويل مشاريعها الاستثمارية.

### ثالثا: الإطار القانوني لإصدار الصكوك الموجهة للمستثمرين المؤهلين:

يندرج تحت هذا الإطار المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن "إطار عمل الإيداع والإطلاق **Guidelines on UCMP Under the LOLA Framework**"، التي تم إصدارها في 9 مارس 2015 وتنقيحها في 16 جانفي 2017.

**1- هدف المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق:**

يعد إطلاق إطار عمل الإيداع والإطلاق LOLA Framework إطارا تنظيميا يركز بشكل خاص على سوق السندات المهنية. بحيث يسمح LOLA Framework للمصدرين بإصدار صكوك وسندات موجهة للمستثمرين المؤهلين "Sophisticated Investors" بمجرد تقديمهم المستندات والمعلومات المطلوبة لدى SC. وبناء على ذلك، فإن الموافقة المسبقة من SC غير مطلوبة شريطة مراعاة جميع متطلبات الوثائق والإفصاح عن هذه الصكوك والسندات. ويمكن تقديم الوثائق والمعلومات عن طريق النظام المخصص على الانترنت لـ SC. وبالتالي فإن هذا النظام

<sup>1</sup> Section 5A (1), and (2), Idem.

<sup>2</sup> - Ministry of Finance Malaysia; Economic Report 2016/2017, Op. cit, p: 84.

- Section 3 (2): **Act 275, Government Funding Act**, Op. cit, p:5.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

يسيطر بشكل كبير عملية إصدار السندات المهنية والصكوك في السوق الماليزية، ويقلص على إثر ذلك؛ الوقت اللازم للوصول إلى السوق، وهو ما يسمح بجذب المزيد من المصدرين<sup>1</sup>.

وضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق تم إصدار المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال وقد كان هدف SC من إصدار هذه المبادئ هو تحديد كافة المتطلبات الواجب مراعاتها لغرض توفير المنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال للمستثمرين المؤهلين في ماليزيا؛ أو الأشخاص خارج ماليزيا<sup>2</sup>.

ويقصد بـ "المنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال"؛ منتجات سوق رأس المال سواء المُصدرة داخل أو خارج ماليزيا والتي لم تدرج ولم تتداول في بورصة ماليزيا. ولأغراض هذه المبادئ فإن "منتج سوق رأس المال غير المدرج" يشمل صكوك وسندات الشركات ضمن نظام الإعفاء "Exempt Regime"<sup>3</sup>.

أما "المستثمرون المؤهلون" فيقصد بهم كل من: الأفراد ذوي الملاءة المالية العالية، أو الكيانات مرتفعة القيمة، أو المستثمرون المعتمدون الذين يدخل تحتهم كل من: البنك المركزي الماليزي والبنوك الإسلامية، وأيضا شركات التأمين ومشغلي التكافل والحائزين على ترخيص خدمات أسواق رأس المال، وكذا صناديق الاستثمار المغلقة\* "closed-end fund"<sup>4</sup>.

### 2- محتوى المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق

لقد قُسمت هذه المبادئ إلى أربعة أقسام. القسم الأول وضحت من خلاله SC الهدف من هذه المبادئ وأيضا مفاهيم كافة المصطلحات المستخدمة في المبادئ والتي تتطلب شرحا حتى لا تُؤول بغير معناها. أما القسم الثاني فقد تضمن أربعة أجزاء منها اثنان يرتبطان بالصكوك والسندات الأول تضمن أحكاما تتعلق بصكوك وسندات الشركات والثاني تضمن أحكاما تتعلق بالصكوك المدعومة بأصول. أما القسم الثالث فقد تضمن متطلبات إضافية للائتمان لأحكام الشريعة الإسلامية، والقسم الأخير تناول أحكاما انتقالية.

فيما يلي تفصيل لأهم الأحكام القانونية بخصوص الصكوك الإسلامية التي تمت معالجتها ضمن المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق. والتي تشمل كلا من:

<sup>1</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 109,110.

<sup>2</sup> Paragraph 1.02: **Guidelines on Unlisted Capital Market Products for the Lodge and Launch Framework**, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia-, 4-2015 (R1-2017), p: 2.

<sup>3</sup> 2.01, ibid, p: 14.

\* صناديق الاستثمار المغلقة: هي صناديق تصدر عددًا ثابتًا من الأوراق المالية من خلال طرحها طرحا عاما أوليا، وبمجرد انتهاء الاكتتاب، يتم إغلاق الصندوق أمام الاستثمارات الجديدة (أنظر: Islamic fund management, Op. cit, p: 17 (Comcec Coordination Office: Islamic fund management, Op. cit, p: 17

<sup>4</sup> Paragraph 1.11 and Schedule 1: **Guidelines on Sales Practices of Unlisted Capital Market Products**, Op. cit, pp: 4, 28-29

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- الأحكام المتعلقة بصكوك وسندات الشركات بموجب إطار عمل الإيداع والإطلاق.
  - الأحكام المتعلقة بالصكوك المدعومة بأصول.
  - المتطلبات الإضافية لمنتجات سوق رأس المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في إطار "الإطار العام للإيداع والإطلاق".
- وقبل التعرض للأحكام السابقة بالتفصيل نشير إلى أن الصكوك قد عرفت وفقا لهذه المبادئ التوجيهية على أنها:

"شهادات متساوية القيمة تثبت ملكية أو استثمار غير مقسم في الأصول باستخدام مبادئ الشريعة الإسلامية والمفاهيم التي أقرتها SAC".

ويُستبعد من الصكوك المعنية بهذه المبادئ تلك الصادرة عن الحكومة الفدرالية أو أي ولاية أو BNM<sup>1</sup>. وبالتالي فهي معنية فقط بالصكوك الصادرة عن الشركات.

من خلال التعريف السابق للصكوك يتضح أن المبادئ التوجيهية كانت واضحة في التفريق بين الصكوك والسندات بجعل الصكوك أدوات تثبت ملكية وليست مديونية. وجعلها محكومة بمبادئ الشريعة الإسلامية عكس السندات القائمة على الفائدة المحرمة شرعا. كما أن تعريف الصكوك يظهر أهمية الرجوع للهيئة الاستشارية الشرعية المركزية والتقييد بما يصدر عنها من أحكام وفتاوى وقرارات فيما يتعلق بالمسائل المرتبطة بالصكوك وذلك لتجنب وقوع أي خلافات في فهم والتعامل بهذا المنتج المالي. ومقابل تفريق المبادئ التوجيهية بين الصكوك والسندات نجد أن التعريف المقدم للصكوك بإمكانه أيضا أن ينطبق على الأسهم، وهذا مأخذ على هذه المبادئ التوجيهية بأنها لم تعطِ الخصوصية الكافية للصكوك.

### 2-1 الأحكام المتعلقة بصكوك وسندات الشركات بموجب إطار عمل الإيداع والإطلاق

أ- الجهات المُصدرة: إن إصدار صكوك أو سندات الشركات بموجب إطار عمل الإيداع والإطلاق لا يحق سوى للجهات التالية<sup>2</sup>:

- حكومة أجنبية.

<sup>1</sup> Paragraph 2.01: **Guideline on Unlisted Capital Market Products for the Lodge and Launch Framework**, Op. cit, p: 12.

<sup>2</sup> - Paragraph 1.03, Ibid, p: 48.

- section 2 (1): **Act 671, Capital Markets and Services Act 2007**, Op. cit, P: 7.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- أي هيئة اعتبارية تأسست أو موجودة داخل ماليزيا أو خارجها. وتشمل أي شركة أجنبية مع بعض الاستثناءات.

**ب- التصنيف الائتماني:** إن المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق لا تُوجب أن يكون هناك تصنيف ائتماني لصكوك وسندات الشركات المُصدرة بموجب إطار عمل الإيداع والإطلاق، وذلك راجع لإلغاء التصنيف الائتماني الإلزامي لصكوك وسندات الشركات الموجهة للمستثمرين المؤهلين على إثر المراجعة الشاملة للمتطلبات المتعلقة بالتصنيفات الائتمانية التي قامت بها SC سنة 2014؛ وفي حال اختار المُصدّر تصنيف إصداراته فيتوجب عليه في هذه الحالة الانضباط بالأحكام المحددة في هذه المبادئ. والتي من ضمنها: ضرورة أن يكون التصنيف من قبل وكالة تصنيف ائتماني مسجلة لدى SC، وأن يقدم المُصدّر المعلومات الكافية وذات صلة إلى وكالة التصنيف الائتماني لتمكينها من تحديد وتقييم مخاطر الائتمان لصكوك وسندات الشركات وأيضا ضمان نشر المُصدّر لتقرير التصنيف الصادر عن وكالة التصنيف الائتماني في غضون فترة زمنية معقولة قبل إصدار صكوك أو سندات الشركات للمستثمرين لإجراء تقييم مستنير قبل اتخاذ قرار الاستثمار في هكذا صكوك وسندات<sup>1</sup>.

**ج- استخدام العائدات:** حتى لا يتم استخدام عائدات الصكوك والسندات لأغراض غير مفسح عنها فرضت هذه المبادئ التوجيهية على المُصدّر أن يضمن استخدام عائدات إصدارات صكوك وسندات الشركات وفقاً للأغراض المفسح عنها لدى SC. ويضاف لذلك بالنسبة للصكوك وجوب ضمان المُصدّر استخدام عائدات الإصدار لأغراض متوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.

### د- الامتثال للقوانين والمبادئ التوجيهية ذات الصلة: من خلال:

- ضمان المُصدّر الآتي<sup>3</sup>:

- الامتثال لجميع المتطلبات التنظيمية ذات الصلة الخاصة بالسلطات التنظيمية الأخرى، بما في ذلك

مراقب النقد الأجنبي، وذلك قبل إيداع الوثائق والمعلومات المتعلقة بالصكوك والسندات إلى SC.

- مواصلة الامتثال لأية شروط تفرضها هذه السلطات التنظيمية طوال فترة الصكوك أو السندات.

- تأكد المُصدّر والمستشار الرئيسي\* من امتثال الإصدار لجميع القوانين ذات الصلة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Paragraphs 2.02, 2.04, and 2.06: **Guideline on Unlisted Capital Market Products for the Lodge and Launch Framework**, Op. cit, pp: 51, 52.

<sup>2</sup> Paragraphs 2.17, and 2.18, Ibid, P: 54

<sup>3</sup> Paragraph 2.23, Ibid, P: 55.

\* سنعرض لتعريف المستشار الشرعي وأدواره في العنصر السادس من هذا المطلب المتعلق بـ "الإطار القانوني لعمل الأطراف المساعدة في عملية التصكيك بماليزيا".

<sup>4</sup> Paragraph 2.25, Idem.

هـ - صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول: من جملة الأحكام المتعلقة بصكوك وسندات الشركات بموجب إطار عمل الإيداع والإطلاق أحكام تخص صكوك SRI، ومن هذه الأحكام ما يلي:

- **متطلبات استخدام العائدات**: بالنسبة لصكوك SRI فقد أوجبت هذه المبادئ على المُصدِر ضمان استخدام العائدات المتأتية من إصدارها لأغراض تمويل مشاريع SRI المؤهلة وفقاً لهذه المبادئ؛ وهي تلك المشاريع ذات الصلة بكل من قطاع الموارد الطبيعية وقطاع الطاقات المتجددة وأيضا قطاع التنمية المجتمعية والاقتصادية وأخيرا أي مشاريع تتولى تطوير الأصول الوقفية. وهذه المشروعات تهدف أساسا إلى الحفاظ على البيئة والموارد الطبيعية وحمايتها وكذا الحفاظ على استخدام الطاقة وتشجيع استخدام الطاقة المتجددة وتقليل انبعاثات غازات الدفيئة؛ أو تحسين نوعية الحياة للمجتمع<sup>1</sup>.

- **تعيين خبير مستقل**: يتوجب على المُصدِر تعيين خبير مستقل لإجراء تقييم لمشروع SRI المؤهل<sup>2</sup>.

- **متطلبات الإفصاح**<sup>3</sup>:

- عندما يصدر المُصدِر نشرة الإصدار فيما يتعلق بصكوك SRI، نشرة الإصدار يجب أن تتضمن:

- تفاصيل مشروع SRI المؤهل ويقدر الإمكان توضيح آثار الأهداف من مشروع SRI المؤهل.

- بيان بأن المُصدِر قد امتثل للمعايير البيئية والاجتماعية، أو لأفضل الممارسات المعترف بها فيما يتعلق بمشروع SRI المؤهل.

- عندما يقترح المُصدِر إصدار نشرة الإصدار فيما يتعلق بصكوك SRI، يجوز له - وفقاً لموافقة الخبير المستقل - تضمين تقريره عن مشروع SRI المؤهل في نشرة الإصدار.

يجب على الجهة المصدرة، تقديم التقارير السنوية لأصحاب الصكوك، عبر: النشرات الإخبارية، تحديثات المواقع الإلكترونية، التقرير السنوي أو أي قنوات اتصال أخرى؛ بشأن ما يلي:

- المبالغ الأصلية المخصصة لمشروع SRI المؤهل.

- المبالغ المستخدمة في مشروع SRI المؤهل.

- المبالغ غير المستخدمة وأين يتم وضع أو استثمار هذه المبالغ في انتظار الاستخدام.

- الآثار المستهدفة من مشروع SRI المؤهل.

<sup>1</sup> Paragraphs 7.02, 7.03, and 7.04, Ibid, pp: 67, 68.

<sup>2</sup> 7.05, Ibid, p: 68.

<sup>3</sup> 7.06-7.08, Ibid, pp: 68-69.

## 2-2 الأحكام المتعلقة بالصكوك المدعومة بأصول

أ- تعريف الصكوك المدعومة بأصول ABS: عُرِّفت ABS وفقاً لهذه المبادئ بأنها: صكوك وسندات الشركات التي يتم إصدارها وفقاً لمعاملة التصكيك التي بدورها تعني ذلك الترتيب الذي ينطوي على نقل الأصول أو المخاطر لطرف ثالث مع تمويل ذلك النقل عن طريق إصدار صكوك أو سندات للمستثمرين. وقد استثنت هذه المبادئ التوجيهية من ABS أي سندات أو صكوك شركات بميزات قابلة للتحويل أو الاستبدال<sup>1</sup>.

### ب- الشركة ذات الغرض الخاص (SPV):

#### تعريف SPV:

وفقاً لهذه المبادئ تم تعريف (SPV) بأنها: أي منشأة تُصدر أوراقاً مدعومة بأصول (ABS) وتستوفي جميع المعايير المنصوص عليها في الجزء الرابع من المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال، ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق والمخصص للأوراق المالية المدعومة بأصول<sup>2</sup>. ولأغراض ضريبية؛ يجب أن تكون شركة SPV مقيمة في ماليزيا<sup>3</sup>.

#### التزامات SPV:

- نقل الموجودات من المنشئ إلى SPV: لأن الصكوك المدعومة بأصول تتطلب نقلاً حقيقياً لا صورياً للأصول كما هو الحال بالنسبة للصكوك القائمة على أصول؛ فقد تم النص في المبادئ التوجيهية على أنه يتوجب على SPV عند إصدارها لصكوك مدعومة بأصول أن تفي عند نقل الموجودات إليها من قبل المنشئ بجميع معايير البيع الحقيقي التي تم تحديدها في الفقرات من 2.09 إلى 2.14<sup>4</sup>؛ وتضم هذه المعايير الآتي<sup>5</sup>:

- وجوب فصل الأصول عن المنشئ ودائنيه قدر المستطاع، حتى في التحفظ القضائي أو الإفلاس.

- وجوب نقل المنشئ بشكل فعال لجميع الحقوق والالتزامات المتعلقة بالموجودات المعنية بعملية التصكيك إلى SPV.

- عدم احتفاظ المنشئ بأي حصة أسهم في SPV بشكل مباشر أو غير مباشر، وألا يكون المنشئ في وضع يسمح له بممارسة سيطرة فعالة على قرارات شركة SPV فيما يتعلق بمعاملة التصكيك.

<sup>1</sup> Paragraph 2.01, Ibid, pp: 6,11.

<sup>2</sup> Paragraph 1.02, Ibid, p: 75.

<sup>3</sup> Paragraph 2.15, Ibid, p: 78.

<sup>4</sup> Paragraph 2.05, Ibid, p: 77.

<sup>5</sup> Paragraphs from 2.09 to 2.14, Ibid, pp: 77-78.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- وجوب ألا يكون لل SPV حق في الرجوع إلى المنشئ عند الخسائر الناشئة عن الأصول باستثناء أي تعزيز ائتماني\* يقدمه المنشئ في بداية معاملة التصكيك.
- جواز إعادة شراء المنشئ للأصول من SPV وإذا كانت تلك الأصول قد انخفضت إلى مستوى يجعل عملية التوريق الخاصة بالأصول غير مجدية، ففي هذه الحالة يمكن للمنشئ أن يحتفظ بالحق الأول في رفض إعادة شراء هذه الأصول بالقيمة العادلة. وبالإضافة إلى ذلك فإن المنشئ قد يكون ملزماً بإعادة شراء الأصول في حال انتهاكه لأي شرط أو تعهد أو ضمان فيما يتعلق بمعاملة التصكيك.
- الابتعاد عن حالة الإفلاس **Bankruptcy Remoteness**: يتوجب على SPV التقليل لأقصى حد ممكن من الظروف التي قد تؤدي للإعلان عن حالة الإفلاس وذلك لغرض حماية مصالح حملة الصكوك. ولكي تتمكن SPV من تحقيق ذلك عليها التقيد بالآتي<sup>1</sup>:
- **حصر أغراضها**: حيث لا يكون من بين أهداف SPV، القدرة على الدخول في أي نشاط آخر لا يتبع وظيفتها كشركة ذات غرض خاص فيما يتعلق بمعاملة التصكيك.
- **التعاقد مع طرف ثالث**: إذ من الضروري تعاقد SPV من الباطن مع أطراف ثالثة على جميع الخدمات التي قد تكون مطلوبة، وذلك لأجل الحفاظ على الشركة وأصولها.
- **حصر المسؤولية الائتمانية**: ألا تتحمل SPV أي مسؤوليات ائتمانية لأطراف ثالثة غير الأطراف المشاركة في صفقة التصكيك....
- ضرورة أن تكون جميع الالتزامات، الحاضرة أو المستقبلية لل SPV (بما في ذلك الضرائب) قابلة للقياس الكمي ويمكن تليبيتها من خلال ما لديها من موارد.

وعلى SPV في أي معاملة تصكيك؛ أن تقوم بمنح عهود بتنفيذ متطلبات حالة "البعد عن الإفلاس" "bankruptcy remoteness" والنص على ذلك في سند العهدة Trust Deed، وهذا إلى جانب المتطلبات المفروضة بموجب "المبادئ التوجيهية لسند العهدة" Trust Deeds Guidelines<sup>2</sup>. ذلك أن المشرع الماليزي اختار أن تمارس أعمال الشركة ذات الغرض الخاص شخصية اعتبارية باسم الوصي<sup>3</sup> (trustee) ضمن هيكل الصكوك.

\* التعزيز الائتماني: فيما يتعلق بالصكوك المدعومة بالأصول هو ترتيب أو أكثر يدرج ضمن صفقة التصكيك لتعزيز التصنيف الائتماني لإصدارات هذه الصكوك عن طريق تقديم ضمانات نقدية أو ضمان طرف ثالث، وغيرها من الضمانات.

<sup>1</sup> Paragraph 2.17, Ibid, P: 78-79.

<sup>2</sup> Paragraph 2.24 (a), Ibid, p: 80.

<sup>3</sup> للمزيد أنظر الصفحة 179 من هذه الدراسة.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

ولتنظيمها قام المشرع بإصدار "المبادئ التوجيهية لسند العهدة" المذكورة آنفا والتي أحالت بدورها بشأن (الوصي) نفسه إلى قانون CMSA الذي تضمن العديد من المواد بشأن التعريف بالوصي وواجباته<sup>1</sup>.

**ج- الموجودات محل التصكيك:** بحسب المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق لا بد أن تستوفي الموجودات التي تخضع لمعاملة التصكيك لجملة معايير كأن تولد تلك الموجودات تدفقات نقدية؛ وأن يكون للمنشئ مصلحة قائمة وقابلة للتنفيذ في الموجودات وتدفقاتها النقدية قبل القيام بأي معاملة تصكيك. وألا تكون هناك أي عوائق (تعاقدية أو غير ذلك) تمنع النقل الفعلي للموجودات، أو الحقوق المتعلقة بهذه الأصول من المنشئ إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، مع ضرورة أن تكون عملية النقل تلك بالقيمة العادلة وألا تكون هناك أي مصلحة لطرف ثالث في التنافس مع مصلحة المنشئ على الموجودات<sup>2</sup>. وكل هذه المعايير تخضع لها الموجودات المرتبطة سواء بعملية إصدار صكوك أو سندات مدعومة بأصول. ولخصوصية الصكوك؛ أضيف معيار آخر مفصلي للموجودات المرتبطة بهذه الأخيرة وهذا المعيار يتعلق بضرورة أن تتوافق هذه الموجودات مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية<sup>3</sup>.

**د- متطلبات الإفصاح:** عندما يتم إتاحة مستند الإفصاح للمستثمرين فيما يتعلق بأي إصدار من الأوراق المالية المدعومة بالأصول، يجب أن يحتوي مستند الإفصاح على الحد الأدنى من المعلومات الواردة في الملحق 3A من الجزء 4 من هذه المبادئ التوجيهية<sup>4</sup>. وهذه المعلومات تشمل الآتي<sup>5</sup>:

- عوامل خطر الاستثمار في الأوراق المالية المدعومة بالأصول.
- وصف مفصل لهيكل معاملة التصكيك وجميع الاتفاقات الهامة ذات الصلة بالهيكل.
- نبذة عن جميع الأطراف المعنية.
- وصف مفصل للأصول المصككة، بما في ذلك ملف التدفقات النقدية.
- شرح لتدفقات الأموال.
- قياس القيمة العادلة للأصول المصككة، بما في ذلك المنهجية المستخدمة في تحديد هذه القيمة.
- شروط وأحكام الأوراق المالية المدعومة بالأصول.

<sup>1</sup> عبد الباري مشعل: (الشركة ذات الغرض الخاص SPV في الصكوك: القوانين المالية)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد: 53، أكتوبر 2016، ص: 105. بتصرف.

<sup>2</sup> Paragraphs 2.01(a), (b), (c), (d), and (e), Ibid, P: 76.

<sup>3</sup> Paragraph 2.02, Idem.

<sup>4</sup> Paragraph 2.25, Ibid, p: 81.

<sup>5</sup> APPENDIX 3A (1.01), Ibid, pp: 88- 89.

- معلومات عن التعزيزات الائتمانية وتسهيلات السيولة، تُقدّم إن وجدت في معاملة التصكيك مع الإشارة إلى الحالات التي يُحتمل أن يحدث فيها عجز مادي.
- التصنيفات الائتمانية للأوراق المالية المدعومة بالأصول وتعريف التصنيفات.
- أي رسوم تدفع بواسطة SPV.
- توضيح لأي مسألة تهمّ المستثمرين فيما يتعلق بإصدار أو عرض، أو طلب الأوراق المالية المدعومة بالأصول بما يمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات مدروسة.

### 2-3 المتطلبات الإضافية لمنتجات سوق رأس المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في إطار

"الإطار العام للإيداع والإطلاق": نظرا للاهتمام الكبير للسلطات التشريعية الماليزية بالجانب الشرعي للصكوك الإسلامية؛ تم تضمين المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق بقسم كامل خاص بمنتجات سوق رأس المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا القسم هو القسم الثالث من بين أربعة أقسام، ولا يقتصر الأمر على هذا القسم فحسب بل إن باقي الأقسام الأخرى قد تضمنت متطلبات خاصة بمنتجات سوق رأس المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تمت الإشارة إلى بعضها فيما سبق.

واهتمام السلطات التشريعية الماليزية بالجانب الشرعي للصكوك الإسلامية الغرض منه هو إضفاء المصادقية الشرعية الكافية لإصدارات الصكوك، وذلك ما يمنح هذه الإصدارات ثقة لدى المستثمرين لتحفيزهم على الاستثمار فيها. وقد شمل القسم الثالث لهذه المبادئ التوجيهية عدة فصول تم من خلالها توضيح جملة أمور منها ما يلي:

#### أ- المبادئ والمفاهيم الشرعية المعتمدة للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل

الإيداع والإطلاق: حيث تم تحديد المفاهيم الخاصة بكل نوع من أنواع منتجات سوق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ضمن إطار العمل للإيداع والإطلاق) التي شملت: البيع بثمن آجل، بيع العينة، بيع الإجارة، بيع السلم، بيع الوفاء، الاستصناع، المضاربة، المراجعة، المشاركة، القرض الحسن، التورق، الوكالة، بيع الدين، بيع المزايدة....

#### ب- دور ومسؤوليات المستشار الشرعي التي شملت:

- تقديم المشورة بشأن جميع جوانب منتجات سوق رأس المال غير المدرجة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بموجب إطار عمل الإيداع والإطلاق وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.
- توفير الخبرة والتوجيهات الشرعية في جميع المسائل، لاسيما في الوثائق وهياكل وأدوات الاستثمار، وضمان الامتثال لقوانين الأوراق المالية والمبادئ التوجيهية ذات الصلة الصادرة عن SC.

- ضمان الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية والمبادئ والمفاهيم التي أقرها SAC مع إعطاء المستشار الشرعي إمكانية تطبيق الاجتهاد (الاستدلال الفكري) لضمان توافق جميع الجوانب المتعلقة بالصكوك مع أحكام الشريعة، في غياب أي أحكام ومبادئ ومفاهيم معتمدة من SAC<sup>1</sup>.

- إصدار بيان شرعي بخصوص الصكوك المقومة بالرنجيت. ويجب أن يتضمن البيان الشرعي ما يلي:

- أساس وتعليل للبيان، وهيكل وآلية إصدار الصكوك.

- أحكام الشريعة السارية والمبادئ والمفاهيم المستخدمة في إصدار الصكوك.

- المسائل الشرعية ذات الصلة المتعلقة بتوثيق إصدار الصكوك<sup>2</sup>.

**ج- التوافق مع أحكام ومبادئ ومفاهيم الشريعة الإسلامية:** حيث نصت هذه المبادئ على ضرورة توافق

هياكل الصكوك المقومة بالرنجيت الماليزي مع أحكام ومبادئ ومفاهيم الشريعة الإسلامية المنصوص عليها في هذه المبادئ التوجيهية، وأي أحكام ومبادئ ومفاهيم شرعية أخرى أقرتها SAC، وعند اختلاف هيكل الصكوك عما أقرته SAC ففي هذه الحالة يتوجب الحصول على أحكام من قبل SAC؛ قبل أي إيداع ضمن هذه المبادئ التوجيهية<sup>3</sup>.

**د- الأحكام الشرعية العامة القابلة للتطبيق على الصكوك المقومة بالرنجيت:** من ضمن ما شملته: أحكام

تتعلق بتسمية الصكوك، وأخرى متعلقة بالمتطلبات الشرعية للأصول المعنية بالصكوك، وأحكام أخرى تتعلق بتسعير أصول الصكوك، وذلك بوضع معايير محددة لتلك الأسعار للحفاظ على استقرار السوق من أي تلاعبات.

**رابعاً: الإطار القانوني لإصدار الصكوك الموجهة لمستثمري التجزئة:**

تندرج تحت هذا الإطار المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة

**Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors**

الصادرة في 15 جوان 2015 والمنقحة بتاريخ: 8 نوفمبر 2017

**1- هدف المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة:**

إن الغرض من إصدار هذه المبادئ التوجيهية هو تحديد كافة المتطلبات المتعلقة بتوفير صكوك وسندات الشركات

لمستثمري التجزئة. وبإصدار هذه المبادئ تم إلغاء كل من المبادئ التوجيهية بشأن سندات الدين الخاصة

Debt Securities Guidelines on Private، والمبادئ التوجيهية للصكوك<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Paragraph 2.01, Ibid, p: 99.

<sup>2</sup> Paragraph 2.02, Ibid, pp: 99-100.

<sup>3</sup> Paragraphs 3.01 and 3.02, Ibid, p: 101.

<sup>4</sup> Paragraph 1.03: **Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors**, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia-, 5-2015 (R1-2017), p: 1.

## 2- محتوى المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة:

لقد حددت هذه المبادئ التوجيهية كلا من:

- متطلبات إصدار صكوك الشركات للمستثمرين الأفراد وذلك لتسهيل مشاركة الأفراد في سوق الصكوك.
- متطلبات إصدار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول SRI؛ لتسهيل تمويل مبادرات الاستثمار المستدام والمسؤول.
- إطار عمل المُصدِر المؤهل.

وفيما يلي عرض لأهم ما جاء في هذه المبادئ التوجيهية، مع التنويه إلى عدم التعرض لـ "متطلبات إصدار صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول SRI" نظرا للتشابه بينها وبين ما تم تناوله من متطلبات بخصوص هذا النوع من الصكوك في المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق.

## 2-1 متطلبات إصدار صكوك أو سندات الشركات للمستثمرين الأفراد

### أ- الأهلية:

- الجهات المؤهلة أعطت المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة، الحق في إصدار الصكوك والسندات الموجهة للأفراد، لكل من الجهات التالية:

- شركة Danajamin Nasional Bhd\* و Cagamas Bhd

- أي شركة عامة مدرجة أسهمها في البورصة، وأيضا أي بنك مرخص أو بنك استثمار مرخص أو بنك إسلامي مرخص.

- أي شركة عامة أسهمها غير مدرجة أو متداولة في البورصة، شريطة أن تكون الصكوك أو السندات المصدرة مضمونة بالكامل بصفة قطعية وغير مشروطة من قبل إحدى الكيانات سابقة الذكر. أو أن يتم إصدار تلك الصكوك والسندات من قبل شركة عامة أنشأتها؛ أي من الكيانات السابقة الذكر<sup>1</sup>. والغرض من وضع الشرطين السابقين هو طمأنة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار في صكوك وسندات هذه الفئة من الشركات العامة.

- صكوك وسندات الشركات المؤهلة: وبالنسبة لصكوك وسندات الشركات المؤهلة للخضوع لهذه المبادئ التوجيهية لا بد أن تتصف بمجموعة خصائص من ضمنها: أن تكون مقومة بالعملة المحلية، وأن تزيد مدتها

\* Danajamin Nasional هي أول شركة ضمان مالي في ماليزيا تأسست في ماي 2009 وهي تعمل على تعزيز قدرة الشركات الماليزية على الوصول إلى سوق الصكوك والسندات من خلال توفير ضمانات مالية على الإصدارات من الصكوك والسندات.

<sup>1</sup> Paragraph 4.01, Ibid, p: 11.

عن السنة<sup>1</sup>. وفي آخر تعديل لهذه المبادئ أُضيف لصكوك وسندات الشركات المؤهلة للخضوع لهذه المبادئ التوجيهية؛ صكوك أو سندات الشركات التي تلي متطلبات رأس المال التنظيمي على النحو المنصوص عليه في المبادئ التوجيهية ذات الصلة بشأن كفاية رأس المال الصادرة عن BNM وهذا يعني إتاحة هذا النوع من الصكوك والسندات للمستثمرين الأفراد. وقد سُمح بإصدار هذه الصكوك والسندات من قبل أي بنك مرخص أو بنك استثمار مرخص أو بنك إسلامي مرخص؛ أو الشركات القابضة لأي من تلك الكيانات<sup>2</sup>. وهو ما يوسع قاعدة المستثمرين في تلك الصكوك ويمنح البنوك قدرة أكبر على تلبية متطلبات رأس المال التنظيمي.

**ب- متطلبات التصنيف الائتماني:** وفقا للمبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة؛ فإنه يتوجب تصنيف جميع صكوك أو سندات الشركات من قبل وكالة تصنيف ائتماني مسجلة لدى SC، باستثناء بعض الأنواع كالصكوك القابلة للاستبدال. وإلزامية التصنيف هذه جاءت مراعية لكون الصكوك والسندات المُصدرة وفق هذه المبادئ التوجيهية هي موجهة للمستثمرين الأفراد، وهم في الغالب ليست لديهم الكفاءة والقدرة على تحليل مخاطر الاستثمار وهذا عكس صكوك وسندات الشركات المُصدرة بموجب إطار عمل الإيداع والإطلاق التي لم يُفرض تصنيفها ائتمانيا نظرا لأنها موجهة للمستثمرين المؤهلين.

ووفقا لهذه المبادئ فإنه يتوجب توفير التصنيف النهائي لصكوك أو سندات الشركات كجزء من طلب الموافقة الذي يقدم ل SC. وفي حال عدم توفر التصنيف النهائي، يتوجب تقديم تصنيف إرشادي إلى SC. أما في حال برنامج الدين أو برنامج الصكوك، حين يتم تعيين تصنيف لجزء من المبلغ وليس المبلغ الكامل للبرنامج (التصنيف الجزئي)؛ فإنه يتوجب تصنيف الإصدار الأول بموجب برنامج الدين أو الصكوك، كما يتوجب أن تتضمن الشروط والأحكام الرئيسية لبرنامج الدين أو الصكوك الآتي:

- الكشف عن جميع الشروط المسبقة، وعوامل الخطر ذات الصلة وجميع المعلومات المادية المتعلقة بالتصنيف الجزئي.

- النص على أن جميع الإصدارات اللاحقة لبرنامج الصكوك أو الديون سيتم تصنيفها ائتمانيا.

وإذا قرر المُصدر الاعتماد على أكثر من تصنيف ائتماني لسندات أو صكوك الشركات؛ يتوجب عليه حينها الإفصاح عن هذه التصنيفات الائتمانية ضمن طلب الموافقة الذي يقدمه ل SC<sup>3</sup>. أما إذا تقرر استبدال وكالة تصنيف ائتماني معينة أثناء الفترة؛ ففي هذه الحالة يتوجب على المُصدر:

- الحصول على موافقة مسبقة من حاملي السندات أو الصكوك.

<sup>1</sup> Paragraphs 4.02 (a), and (b), Ibid, p: 12.

<sup>2</sup> Paragraph 4.03, Ibid, pp: 12-13.

<sup>3</sup> Paragraphs 5.01-5.05, Ibid, pp: 14-15.

- إبلاغ المستشار الرئيسي بالاستبدال.

وفي كل الأحوال يتوجب على المُصدِر تقديم المعلومات الكافية وذات الصلة إلى وكالة التصنيف الائتماني، بغرض تقدير وتقييم مخاطر الائتمان الخاصة بالسندات أو الصكوك. مع وجوب تقديم تلك المعلومات إلى وكالة التصنيف الائتماني بشكل مستمر وفي الوقت المناسب، على وجه الخصوص أي معلومات جديدة أو إضافية لم تكن متاحة من قبل للنظر فيها من قبل وكالة التصنيف الائتماني. وعلى المُصدِر أن يتأكد من نشر تقرير التصنيف من قبل وكالة التصنيف الائتماني قبل سبعة أيام عمل على الأقل من إصدار سندات أو صكوك الشركات<sup>1</sup>، وهذا حتى يتم توفير الوقت الكافي للمستثمرين للاطلاع على التصنيف الائتماني واتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

**ج- متطلبات الوصي وسند العهدة:** من الواجب على المُصدِر والمستشار الرئيسي وفقاً لهذه المبادئ التوجيهية إشراك الوصي Trustee أثناء عملية التوثيق لسندات أو صكوك الشركات. وعلى الوصي Trustee أن يلعب دوره بنشاط من خلال تقديم التعليقات والملاحظات. وعلى المُصدِر تقديم المساعدة اللازمة لتسهيل قيام الوصي بالوفاء بواجباته والتزاماته بموجب CMSA وسند العهدة Trust Deed<sup>2</sup>.

**د- الإطار الزمني للتنفيذ:** بموجب هذه المبادئ التوجيهية يتوجب تنفيذ أي سندات أو صكوك شركات معتمدة في غضون عام واحد من تاريخ موافقة SC. وفي حال وجود برنامج دين أو صكوك فإنه يتوجب أن يتم إصدار الإصدار الأول في غضون عامين من تاريخ موافقة SC<sup>3</sup>.

ويضاف للمتطلبات السابقة متطلبات متعلقة باستخدام العائدات وأيضاً بالامتثال للقوانين والمبادئ التوجيهية ذات الصلة. وهي متطلبات مشابهة لما جاء في المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق التي سبق وأن بينها بشيء من التفصيل فيما سبق.

### 2-2 متطلبات الموافقة على إصدار سندات أو صكوك الشركات

**أ- الموافقة:** لكي تمنح SC موافقتها على إصدار صكوك أو سندات الشركات المقترحة لا بد وأن تستلم مجموعة كاملة من المستندات بما فيها نشرة الإصدار التي لا بد وأن تمثل بالكامل للمتطلبات ذات الصلة بـ "المبادئ الإرشادية لنشرة الإصدار" Prospectus Guideline<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Paragraphs 5.08-5.11, Ibid, pp: 15-16.

<sup>2</sup> Paragraphs 6.01, 6.02, Ibid, p: 17.

<sup>3</sup> Paragraphs 7.01,7.02, Ibid, p: 18.

<sup>4</sup> Paragraphs 11.01, 11.04, Ibid, pp: 22-23.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وتقديم نشرة الإصدار كان مفروضاً على كافة المُصدرين لصكوك وسندات الشركات الموجهة للمستثمرين الأفراد، وذلك قبل إضافة "إطار عمل المُصدر المؤهل" في تعديلات المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة لشهر سبتمبر من سنة 2018.

و"إطار عمل المُصدر المؤهل" هو ذلك الإطار الذي يسمح لفئة من المُصدرين الذين يستوفون معايير محددة (المُصدرين المؤهلين) بإصدار صكوك أو سندات الشركات إلى مستثمري التجزئة، دون نشرة إصدار والاكتفاء بدلا من ذلك بإصدار ورقة تسليط الضوء على المنتجات Product Highlights Sheet، التي يتم إعدادها وفقا للمبادئ التوجيهية بشأن ممارسات البيع لمنتجات سوق رأس المال غير المدرجة Guidelines on Sales Practices of Unlisted Capital Market Products.

وحتى يكون المُصدر مؤهلاً لإصدار صكوك أو سندات شركات وفقاً لهذا الإطار لا بد أن يكون قد أصدر أو ضمن في السنوات الخمس الماضية سندات بقيمة إجمالية لا تقل عن 500 مليون رنجيت ماليزي، وأن تكون السندات التي سيتم إصدارها مصنفة ائتمانيا كحد أدنى عند التصنيف AA- أو ما يعادله<sup>1</sup>؛ وذلك حمايةً للمستثمرين الأفراد.

ويدخل "إطار عمل المُصدر المؤهل" ضمن جملة التعديلات والإجراءات التي قامت بها SC من أجل وضع إطار تنظيمي تحرري لاستثمارات التجزئة في سوق صكوك وسندات الشركات الماليزي (Seasoning Framework)، والذي تم التعرض إليه عند الحديث عن المستثمرين الأفراد.

**ب- التزامات الإفصاح المستمر:** عند إصدار صكوك وسندات الشركات لمستثمري التجزئة؛ على المُصدرين تلبية التزامات الإفصاح المستمر التي حددها هذه المبادئ التوجيهية. وهذه الالتزامات تشمل الآتي:

- **التزامات الإفصاح في حال عرض صكوك أو سندات الشركات خارج البورصة:** عند تقديم صكوك أو سندات الشركات خارج البورصة (OTC)، يجب على المُصدر<sup>2</sup>:

- إصدار أي معلومات قد يكون لها تأثير مادي على سعر أو قيمة السندات أو الصكوك؛ أو على قرار المستثمر بشأن الاستثمار في السندات أو الصكوك.

- الإعلان على الفور عن جملة معطيات حددها المبادئ التوجيهية. ومن ضمن ذلك: الإعلان عن أي تغيير قد يحدث؛ كإصدار شريحة جديدة أو برنامج جديد أو تغيير في شروط وأحكام السندات

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia: [Frequently Asked Questions on The Qualified Issuer Framework](https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=fd790c79-50c1-4e5c-9393-cfe17926fb7b), 19 July 2019, Available on: <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=fd790c79-50c1-4e5c-9393-cfe17926fb7b>.

<sup>2</sup> Paragraphs 12.01-12.03 **Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors**, Op. cit, pp: 24 -25.

والصكوك، وأيضا الإعلان عن أي تعديل لسند العهدة؛ وعن التصنيف الائتماني للسندات والصكوك.... ويعفى المصدر من تقديم جملة المعطيات السابقة إذا كانت الصكوك والسندات مُدرجة ومتداولة في البورصة؛ أو إذا تم إدراج الصكوك أو السندات في "نظام الإعفاء". حيث تكون البيانات المالية في هذه الحالات متاحة بالفعل في البورصة.

- **التزامات الإفصاح في حال عرض صكوك أو سندات الشركات في البورصة؛ عند تقديم صكوك أو سندات الشركات في البورصة، فإنه يتوجب على المصدر الامتثال للالتزامات الإفصاح المستمرة المنصوص عليها في "متطلبات الإدراج في بورصة الأوراق المالية"<sup>1</sup>.**

وهذه الالتزامات - إلى جانب كافة المعلومات التي يلتزم المصدرون بتقديمها لمستثمري التجزئة- إنما وضعت من أجل أن تضمن السلطات التشريعية أن تكون إصدارات الصكوك والسندات الموجهة لمستثمري التجزئة على قدر كاف من الشفافية، من خلال ضمان تزويد هذه الفئة من المستثمرين بكافة المعلومات الضرورية المساعدة على اتخاذ قرارات استثمارية واعية.

**ج- أحكام تتعلق بالحالات التي تتم فيها مراجعة الشروط والأحكام الرئيسية لسندات أو صكوك**

### الشركات

#### د- متطلبات شرعية إضافية للصكوك

إذا كانت المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق قد تم تضمينها بقسم كامل خاص بمتطلبات ذات صلة بمنتجات سوق رأس المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في إطار عمل الإيداع والإطلاق؛ فإن المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة هي الأخرى قد شملت جزءا خاصا بالمتطلبات الشرعية للصكوك (القسم د) لم تتضمنها باقي الأجزاء. وذلك كله يندرج في إطار سعي السلطات التشريعية إلى عدم إغفال الجانب الشرعي للصكوك أثناء وضع المبادئ التوجيهية، وهو ما يعزز الثقة في هذه الأدوات التمويلية.

وقد تضمنت المتطلبات الشرعية الإضافية للصكوك:

- أدوار ومسؤوليات المستشار الشرعي في الفصل 15.

- الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية والمبادئ والمفاهيم في الفصل 16.

- أحكام الشريعة الإسلامية المطبقة على الصكوك كتسمية الصكوك ومتطلبات الأصول و/أو المشاريع و/أو الاستثمارات المحددة وأيضا تسعير الأصول وغيرها من الأحكام في الفصل 17.

<sup>1</sup> Paragraph 12.04, Ibid, p: 25.

- أحكام الشريعة المطبقة على أنواع محددة من الصكوك في الفصل 18.

وهذه المتطلبات مشابهة في جزء كبير منها لما جاء في المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق، والتي تعرضنا لها بشيء من التفصيل فيما سبق.

### خامسا: الإطار القانوني لاستثمار المؤسسات في الصكوك الإسلامية

توجد العديد من المؤسسات التي تستثمر في الصكوك الإسلامية كما تم توضيحه في المطلب الأول من هذا المبحث. واستثمار هذه المؤسسات لا يتم إلا تحت غطاء القانون، حيث عملت السلطات التشريعية الماليزية على منح تراخيص قانونية لاستثمار هذه المؤسسات في الصكوك الإسلامية ضمن القوانين التي تحكم كل مؤسسة منها مع تحديد قيود هذه الاستثمارات. وفيما يلي ذكر لبعض هذه التراخيص القانونية:

**1- الترخيص للبنوك الإسلامية المرخصة، والبنوك الإسلامية الدولية المرخصة؛** بشراء أوراق مالية إسلامية من خلال قانون الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2013، الذي أوضح فيه أنه بإمكان المؤسسات المالية الإسلامية شراء الأوراق المالية الإسلامية وذلك ضمن أنشطة الوساطة المالية التي تؤديها هذه المؤسسات، والتي تشمل أيضا إمكانية تلقي الودائع الإسلامية أو الأموال في حسابات استثمارية؛ وأيضا منح أي سلف أو تمويل أو أي تسهيلات أخرى بأي شكل وتحت أي مسمى وفقا للمبادئ الشرعية<sup>1</sup>.

**2- الترخيص لمشغلي التكافل بالاستثمار** في أنواع معينة من الأصول ضمن الجدول الأول لقانون التكافل الماليزي لعام 1984 ومن ضمن الأصول المرخص الاستثمار فيها:

- شهادات الاستثمار الصادرة بموجب قانون الاستثمار الحكومي لسنة 1983.

- الأوراق المالية الخاصة بالشركات المسجلة في ماليزيا، والمدرجة في قائمة أي بورصة أوراق مالية معتمدة بموجب قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983<sup>2</sup>.

**3- الترخيص لصناديق الاستثمار العقاري (REITs)** بالاستثمار في الأصول غير العقارية؛ إلى جانب استثمارها في العقارات، وكذا النقد والودائع وأدوات سوق المال<sup>3</sup>. وذلك من خلال "المبادئ التوجيهية لصناديق

<sup>1</sup> المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (IRTI): قوانين ماليزيا - القانون 759 - قانون الخدمات المالية الإسلامية 2013، ترجمة: الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (ISRA)، جدة -السعودية-، 2018، ص ص: 129، 194. متوفر على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://irep.iium.edu.my/67788/1/IFSA2013.pdf>

<sup>2</sup> First Schedule: Act 312, Takaful Act 1984, Bank Negara Malaysia (BNM), Kuala Lumpur-Malaysia-, p: 52, Available on BNM website: [https://www.bnm.gov.my/documents/act/en\\_takaful\\_act.pdf](https://www.bnm.gov.my/documents/act/en_takaful_act.pdf)

<sup>3</sup> Paragraph 8.04: Guidelines on Listed Real Estate Investment Trusts, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia-, 1-2018 (R1-2019), P: (8-2), Available on: <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=afacc30c-060e-4cc0-b40f-d4546db74724>

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

الاستثمار العقاري المدرجة". ومن بين الأصول غير العقارية المحددة ضمن هذه المبادئ التوجيهية تم ذكر أنواع الصكوك التالية<sup>1</sup>:

- الصكوك التي تصدرها أو تكفلها بالكامل حكومة ماليزيا.
  - الصكوك التي تصدرها الشركات العقارية والأوراق المالية المدعومة بالأصول العقارية.
  - الصكوك التي تصدرها الشركات أو المؤسسات التي تقع ضمن أعلى ثلاث تصنيفات ائتمانية طويلة الأجل، وأعلى تصنيف ائتماني قصير الأجل من قبل أي وكالة تصنيف محلية أو عالمية.
- وبحسب هذه المبادئ فإن الصكوك لها المعنى المحدد في المبادئ التوجيهية للمنتجات غير المدرجة في سوق رأس المال ضمن إطار عمل الإيداع والإطلاق.

**4- الترخيص لصندوق ادخار الموظفين (EPF) وفقا لقانون صندوق ادخار الموظفين لسنة 1991**  
باستثمار الأموال المملوكة للصندوق في الأوراق المالية لأي شركة عامة، وأوراق الدين الخاصة وأيضا استثمار ما لا يقل عن 50% من الأموال المملوكة للصندوق خلال السنة الواحدة؛ في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة الماليزية، مع اشتراط ألا يقل المبلغ الإجمالي للأموال المستثمرة في هذه الأوراق المالية - في أي وقت - عن 70% من إجمالي استثمارات الصندوق<sup>2</sup>.

والأوراق المالية التي يجوز لـ EPF الاستثمار فيها قد تكون تقليدية أو إسلامية؛ حيث يعطي القانون في تعديله لسنة 2017 أعضاء الصندوق الحق في اختيار أن تكون إدارة أرصدهم المالية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية<sup>3</sup>. ومن أجل ضمان إدارة أموال الأعضاء الذين يختارون ذلك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، نص القانون على تأسيس هيئة استشارية شرعية من قبل مجلس الإدارة تتولى مهمة تقديم المشورة للمجلس وللجنة الاستثمار<sup>4</sup>.

**5- الترخيص للأجانب بالدخول لسوق الصكوك الماليزية:** وفقاً لقواعد إدارة النقد الأجنبي يحق للأجانب من المصدرين والمستثمرين الدخول لسوق الصكوك، وذلك وفقاً لضوابط معينة بينها القواعد. وفيما يلي تفصيل لأهم هذه الضوابط:

<sup>1</sup> Paragraph 2.01, Ibid, P: (2-7).

<sup>2</sup> Section 26 B. (1): Act 452, Employees Provident Fund Act 1991, - As at 1 August 2017, Malaysia., p:32.

<sup>3</sup> Section 43A. (1), Ibid, p: 51.

<sup>4</sup> Section 23A (1), Ibid, p: 25.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

أ- بالنسبة للمصدرين الأجانب: للأجانب في ماليزيا الحق في إصدار الصكوك في السوق الماليزية سواء بالرنجيت (ويتطلب ذلك موافقة BNM)، أو بالعملات الأجنبية. وعندها يمكن للمصدرين استخدام الأموال التي يتم جمعها من عملية الإصدار إما في ماليزيا أو خارجها<sup>1</sup>.

والمصدرون الأجانب أحرار في فتح حسابات العملات الأجنبية لدى البنوك المحلية المرخصة في ماليزيا؛ وكذا حسابات الرنجيت. وبإمكان هؤلاء المصدرين تحويل الأموال الموجودة بحساباتهم إلى الخارج، شريطة أن يكون التحويل بالعملة الأجنبية<sup>2</sup>.

ب- بالنسبة للمستثمرين الأجانب: للأجانب في ماليزيا كامل الحرية في الاستثمار في الصكوك. وتمويل هذا الاستثمار قد يتم من خلال:

- تحويل العملات الأجنبية إلى الرنجيت لدى بنك محلي مرخص (باستثناء البنوك الإسلامية الدولية المرخصة)، أو من خلال مكتب خارجي معين للمجموعة المصرفية التابعة للبنك المحلي المرخص؛ أو
- الاقتراض بالعملات الأجنبية من بنوك محلية مرخصة.

ويحق لغير المقيمين تحويل الدخول الناتجة عن استثماراتهم في ماليزيا. لكن بشرط أن يتم ذلك بالعملة الأجنبية<sup>3</sup>. وفي ذلك حماية للعملة المحلية من التسرب للخارج.

وبخصوص تحويل العملات فإن غير المقيمين سواء من المصدرين أو المستثمرين؛ لا يخضعون لأي قيود فيما يتعلق بكمية العملات الأجنبية التي يقومون بتحويلها إلى ماليزيا أو خارجها. أما بخصوص عملة الرنجيت فقد وضعت القواعد حدودا لتحويلها؛ بأن سمحت للأشخاص المسافرين من وإلى ماليزيا حمل الرنجيت فقط بما يعادل 10000 دولار أمريكي<sup>4</sup>. وهذه الشروط الخاصة بتحويل العملات هي نفسها المطبقة على المقيمين\*.

### سادسا: الإطار القانوني لعمل الأطراف المساعدة في عملية التصكيك بماليزيا

في سوق الصكوك الماليزي تقوم أطراف عدة بتقديم خدماتها للمصدرين والمستثمرين؛ ضمن ما تحدده لهم التشريعات القانونية. وهو ما سنوضحه فيما يلي:

<sup>1</sup> 1.5: **Foreign Exchange Administration (FEA) Rules Applicable to Non-Residents**, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia, 11 Feb 2019, p:4.

<sup>2</sup> 1.2.1 and 1.6, Ibid, pp: 1,4.

<sup>3</sup> 1.1, Ibid, P: 1.

<sup>4</sup> 1.7, Ibid, P: 4.

\* للمزيد أنظر :

**Foreign Exchange Administration (FEA) Rules Applicable to Residents**, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia, 11 February 2019.

## 1- المستشار الرئيسي Principal Adviser

المستشار الرئيسي هو المصطلح المستخدم في السوق الماليزي وفي المبادئ التوجيهية السارية الصادرة عن SC - وكذلك في اللوائح الأخرى- ولا سيما المبادئ التوجيهية للمستشار الرئيسي (الصادرة في 8 ماي 2009). ويقوم المستشار الرئيسي بترتيب مقترح الصكوك، مع أي مرتبين آخرين، وتقديم طلب الحصول على الموافقة إلى SC. ويعتبر تعيين المستشار الرئيسي إلزامياً بموجب القانون الماليزي. والمؤسسات التي يمكنها أداء دوره هي المؤسسات المسجلة لدى SC والمدرجة في المبادئ التوجيهية للمستشار الرئيسي. ومن بينها: البنوك الاستثمارية والبنوك التجارية المرخصة، وكذا البنوك الإسلامية.

## 2- المستشار الشرعي Shariah Adviser

المستشار الشرعي هو من يتولى مهمة إسداء المشورة للمصدر بشأن المفاهيم والمبادئ الإسلامية المناسبة والمقبول استخدامها في إصدار الصكوك، ويتوجب عليه أن يعتمد في ذلك على المفاهيم والمبادئ الموافق عليها من قبل SAC ل SC<sup>1</sup>. ويتم تعيين المستشار الشرعي من قبل المصدر ويعتبر ذلك أمراً إلزامياً تفرضه المبادئ التوجيهية لهيئة الأوراق المالية الخاصة بسندات التجزئة وكذا الخاصة بإطار عمل الإيداع والإطلاق<sup>2</sup>. والمستشار الشرعي قد يكون<sup>3</sup>:

أ- شخصاً أو شركة مسجلة لدى SC.

ب- بنكاً إسلامياً مرخصاً.

ج- بنكاً مرخصاً أو بنكاً استثمارياً مرخصاً موافقاً عليه للقيام بأعمال مصرفية إسلامية.

وأدوار ومسؤوليات المستشارين الشرعيين منصوص عليها في المبادئ التوجيهية لهيئة الأوراق المالية الخاصة بسندات التجزئة وكذا الخاصة بإطار عمل الإيداع والإطلاق كما سبق وأن تعرضنا لها عند عرض محتوى هذه المبادئ.

إلى جانب ذلك، فإن المبادئ التوجيهية لتسجيل المستشارين الشرعيين **Registration of Shariah Advisers Guidelines** الصادرة سنة 2009 قد تضمنت تحديداً لكل من الوظائف العامة، ومعايير الأهلية والمؤهلات الأكاديمية ومتطلبات الخبرة للمستشارين الشرعيين.

<sup>1</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 58, 60.

<sup>2</sup> Paragraph 15.01: **Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors**, Op. cit, p: 29. See also Paragraph 1.04: **Guidelines on Unlisted Capital Market Products for the Lodge and Launch Framework**, Op. cit, p: 48.

<sup>3</sup> Paragraph 5.02: **Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors**, Op. cit, p: 30. See also Paragraph 1.08: **Guidelines on Unlisted Capital Market Products for The Lodge and Launch Framework**, Op. cit, p: 49.

### 3- المستشار الحقوقي (المستشار القانوني):

قبل وضع اللمسات الأخيرة على الصكوك، يتم الاهتمام بالجانب القانوني للمصدر، والمشاريع ذات الصلة، ومعلومات المشروع المتعلقة بإصدار الصكوك. ويتم ذلك من قبل مستشار قانوني **Legal Counsel** يعينه المصدر، والذي يشار إليه في السوق الماليزية أيضا كمستشار حقوقي **Legal Adviser**. كما يتعين على المستشار القانوني في حال العزم على إصدار صكوك؛ أن يشهد بأن سند العُهدَة **Trust Deed** الذي تقوم عليه الصكوك قابل للتنفيذ بموجب القانون الماليزي.

وفي إطار ضيق يجب توخي العناية اللازمة من الناحية المالية للتأكد من مصداقية التوقعات المالية والبيانات المالية للإصدار. والغرض من ذلك هو ضمان عدم تقديم أي معلومات مضللة أو غير دقيقة إلى السلطات التنظيمية والمستثمرين بشكل عام.

وبالنسبة لمكاتب المحاماة المشاركة في عملية إصدار الصكوك فإنه لا يُطلب منها الحصول على ترخيص أو اعتماد محدد من قبل SC. كما لا توجد قائمة إيجابية أو سلبية لمكاتب المحاماة التي تحتفظ بها SC أو تنشرها.<sup>1</sup>

### 4- الوصي Trustee

لقد اختار المشرع الماليزي أن تمارس أعمال الشركة ذات الغرض الخاص شخصية اعتبارية باسم الوصي (trustee) ضمن هيكل الصكوك. ولتنظيمها قام المشرع بإصدار "المبادئ التوجيهية لسند العهدة" **Trust Deeds Guidelines** التي أحالت بدورها بشأن (الوصي) نفسه إلى قانون **CMSA** الذي تضمن العديد من المواد بشأن التعريف بالوصي وواجباته.<sup>2</sup>

وقد نصت المادة 258 (1) من هذا القانون، على وجوب تعيين المصدر لوصي **Trustee** على أي إصدار للصكوك أو السندات في السوق الماليزية.<sup>3</sup> ودور الوصي يتمثل في الإشراف على حقوق حاملي الصكوك والسندات. وبحسب المادة 260 من قانون **CMSA** فإن الوصي يجب أن يكون:<sup>4</sup>

أ- شركة ائتمانية **trust company** بموجب قانون الشركات الائتمانية **Trust Companies Act** لسنة 1949. وبحسب هذا القانون فإن الشركات العامة هي من يحق لها طلب تسجيلها كشركة ائتمانية بعد استيفائها لمجموعة من الشروط حددها المادة 3 من القانون نفسه.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 58-61.

<sup>2</sup> عبد الباري مشعل، مرجع سابق، ص: 105. بتصرف.

<sup>3</sup> Section 258 (1): **Act 671, Capital Markets and Services Act 2007**, Op. cit, p: 430.

<sup>4</sup> Section 260 Ibid, pp: 431-432.

<sup>5</sup> Section 3: **Act 100, Trust Companies Act 1949 (Revised 1973)**, Kuala Lumpur-Malaysia, Available On: [http://www.commonlii.org/my/legis/consol\\_act/tca19491973275/](http://www.commonlii.org/my/legis/consol_act/tca19491973275/)

ب- أو شركة عامة **public company** بموجب قانون الشركات لعام 1965 أو بموجب قوانين أي بلد آخر؛ وافقت عليها SC لتقوم بدور الوصي لأغراض هذا القانون.

وإلى جانب أن المادة 258 (1) نصت على وجوب تعيين المُصدِر لوصي فإنها نصت أيضا على وجوب دخول المُصدِر في سند عهدة مع الوصي<sup>1</sup>، حيث يتم تضمين هذا السند بالحد الأدنى من الأحكام والعهود والمتطلبات والمعلومات والبيانات التي حددتها SC، والمفصلة في المبادئ التوجيهية لـ SC بشأن سندات العهدة لسنة 2011 Guidelines on Trust Deeds. كما تتمتع الأطراف في سند العهدة بحرية تضمين هذا الأخير بأحكام وعهود وشروط إضافية، طالما كانت لا تتعارض مع الحد الأدنى من المتطلبات المنصوص عليها من قبل SC. وفي حال ما إذا كانت الشركة مدرجة أو كانت الصكوك التي سيتم إصدارها مدرجة، فقد يلزم أيضاً تضمين سند العهدة بالأحكام المنصوص عليها في قواعد الإدراج للبورصة<sup>2</sup>.

وعند عدم تعيين المُصدِر لوصي أو عدم الدخول معه في سند عهدة فإن ذلك يجعل منه بحسب قانون CMSA شخصا مرتكبا لجريمة يعاقب عليها بأن تفرض عليه غرامة لا تتجاوز ثلاثة ملايين رنجيت، أو السجن لمدة لا تتجاوز عشر سنوات أو على حد سواء<sup>3</sup>.

مع الإشارة إلى أنه توجد بعض الاستثناءات من هذه المتطلبات الإلزامية مثل إصدارات BNM والإصدارات التي تُعرض فيها الصكوك أو السندات حصريا للمستثمرين الأجانب أو المستثمرين المؤهلين فقط. وتفصيل كامل الإعفاءات محدد في الجدول 8 من قانون CMSA<sup>4</sup>.

وعموما يعد نظام الترسد الذي استندت عليه ماليزيا في هيكله صكوكها؛ هو النظام الأكثر استعمالا في إصدار الصكوك الإسلامية على المستوى الدولي. ذلك أن هذا النظام يقوم على مبدأ فصل الملكية القانونية عن الملكية النفعية للأصول مما يسمح بنقل جزء من الملكية إلى SPV وهي الملكية النفعية مع احتفاظ المنشئ بالملكية القانونية للأصول المعنية بعملية إصدار الصكوك. وبالتالي يصبح للأصول مالكين أحدهما قانوني يملك حق التصرف فيها وآخر نفعي يستفيد من عوائدها دون أن يكون له الحق في التصرف فيها. وهذا منشأ "الصكوك القائمة على الأصول" التي يكون فيها بيع الأصول صوريا لا حقيقيا. أما إذا انتقلت الملكيتين إلى SPV، فعندها يتحقق البيع الحقيقي للأصول الذي يميز "الصكوك المدعومة بأصول"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Section 258 (1): **Act 671, Capital Markets and Services Act 2007**, Loc. Cit.

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 69.

<sup>3</sup> Section 258 (4): **Act 671, Capital Markets and Services Act 2007**, Op. cit, p: 431.

<sup>4</sup> Asian Development Bank, Loc. Cit.

<sup>5</sup>- Comcec Coordination Office: **The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets**, Op. cit, pp: 27-28.

- أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 163.

ومفهوم الثقة والملكية النفعية معترف بهما قانونياً بموجب أنظمة القانون العام وليس القانون المدني حيث أن هذا الأخير يعترف فقط بالملكية التي يمتلكها طرف واحد. وهذا ما نجده على سبيل المثال، في دول مجلس التعاون الخليجي التي تطبق القوانين المدنية والإسلامية، حيث لا يتم الاعتراف بالفصل بين الملكية القانونية والملكية النفعية<sup>1</sup>.

### 5- متعهد التغطية Underwriter:

يمثل متعهدو التغطية الرئيسيون لسندات الدين والصكوك في السوق الماليزي كلاً من البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، فضلاً عن نظرائهم الإسلاميين. ويتم تعيين متعهدي التغطية من قبل المستشار الرئيسي. كما يمكن للمستشار الرئيسي لإصدار ما إلى جانب دعوته للمؤسسات المالية المرخص لها؛ بالاككتاب أو تغطية الإصدار، أن يكون هو نفسه متعهد تغطية.

وتعيين متعهد التغطية لا يعد أمراً إلزامياً بموجب القانون الماليزي، بما في ذلك عرض الصكوك للمستثمرين الأفراد. كما لا تحتفظ SC في موقعها الإلكتروني على قائمة بمتعهدي التغطية المعتمدين<sup>2</sup>.

### 6- شركات المحاسبة

إن شركات المحاسبة المشاركة في عملية إصدار الصكوك في ماليزيا؛ لا يطلب منها الحصول على ترخيص أو اعتماد محدد لدى SC<sup>3</sup>. وهذه الشركات تعمل وفقاً لمعايير محاسبية صادرة عن مجلس MASB. وهي معايير لا تخص الصكوك في حد ذاتها. حيث أن المجلس قد توقف عن وضع معايير خاصة بالمعاملات المالية الإسلامية، بعدما تبين له أنه بالإمكان تطبيق الكثير من مفاهيم المحاسبة التقليدية على المعاملات المالية الإسلامية. ونتيجة أبحاث الموظفين واستشارات أخرى وبالتحديد مع SAC لـ BNM أوقف المجلس سياسته لإصدار معايير المحاسبة الإسلامية، واكتفى بدلاً عن ذلك بإصدار وثائق تناقش تطبيق معايير محاسبة يقرها المجلس على المعاملات الإسلامية. وهذه الوثائق ليست بمعايير ولا تفسيرات لها. ومن ضمن ذلك إصداره سنة 2011 لورقة مناقشة خاصة بالصكوك **Discussion Paper i-2**<sup>4</sup>.

وبالنسبة لإمكانية اتباع شركات المحاسبة للمعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)؛ فإن المجلس يمنع اتباع هذه المعايير من قبل كافة الكيانات الواقعة ضمن اختصاصه. ويستثنى من ذلك حال مصادفة مسائل لم يتم التعرض لها ضمن المعايير المحاسبية المعتمدة من MASB، وفي الوقت نفسه يوجد

<sup>1</sup> Comcec Coordination Office: *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*, Op. cit, pp: 27.

<sup>2</sup> Ibid, p: 58.

<sup>3</sup> Ibid, p: 61.

<sup>4</sup> متوفر على موقع MASB، على الرابط التالي: <http://www.masb.org.my/pages.php?id=28>

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

لها توجيه خاص ضمن معايير (AAOIFI)؛ ففي هذه الحالة يمكن للشركات اتباع معايير (AAOIFI)، مع اشتراط أن تكون متوافقة مع متطلبات معيار إعداد التقارير المالية FRS 108 فيما يخص اختيار وتطبيق السياسات المحاسبية<sup>1</sup>.

### 7- وكالة تسعير السندات

أنشئت وكالة تسعير السندات الماليزية (BPAM) في عام 2004، وذلك من أجل تعزيز شفافية ونوعية آليات اكتشاف الأسعار وممارسات التقييم في سوق الصكوك والسندات الماليزية. وقد تم تكليفها وفقاً لـ "المبادئ التوجيهية لهيئة الأوراق المالية بشأن تسجيل وكالات تسعير السندات" Securities Commission "Guidelines On Registration Of Bond Pricing Agencies لعام 2006، وتعد (BPAM) حالياً الوكالة الوحيدة لتسعير السندات المسجلة لدى SC.

تقدم (BPAM) أسعاراً يومية مقيمة للسندات والصكوك بناءً على المعلومات التي يتم الحصول عليها من النظام الآلي بالكامل للإصدار والمناقصة (FAST) (السوق الأولية ونتائج المناقصة)، وكذا نظام التحويل الإلكتروني الفوري للأموال والأوراق المالية (RENTAS) (الصفقات المستقرة)، وأيضاً أسعار السماسرة، والأسعار المتداولة الفعلية، كما تم الإبلاغ عنها من خلال منصة التداول الإلكترونية (ETP).

وفي حال وجود سندات أو صكوك صادرة في السوق الماليزي غير نشطة أو غير متداولة بشكل متكرر، فإن وكالة (BPAM) تستخدم منهجيات تقييم تتماشى مع المعايير العالمية لتحديد القيمة العادلة في السوق.

وبالإضافة إلى ذلك، تقوم BPAM بإنشاء مجموعة شاملة من مؤشرات الصكوك والسندات التي تستخدم على نطاق واسع في السوق لأغراض المقارنة المرجعية\* (benchmarking). كما تدعم BPAM المصدرين ووكلاءهم في عملية اكتشاف الأسعار للإصدارات الجديدة عن طريق خدمة التسعير المرجعي<sup>2</sup>.

### 8- وكالات التصنيف الائتماني

تعتبر ماليزيا من أوائل الدول في العالم التي تطلب فيها هيئة تنظيمية لسوق الأوراق المالية الاعتراف بوكالة التصنيف الائتماني لتصنيف إصدارات الصكوك والسندات. وذلك راجع أساساً للدور الحيوي الذي تقوم به هذه الوكالات في تقييم احتمالات التخلف عن سداد سندات الدين والصكوك، وأهمية ذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يراهنون على تلك التصنيفات عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية. وهذا رغم أن جميع تقارير التصنيف الائتماني تتضمن إخلاء مسؤولية تشير فيه الوكالات إلى أن التصنيف لا يعد توصية بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

<sup>1</sup> متوفر على موقع MASB، على الرابط التالي: <http://www.masb.org.my/pages.php?id=210>

\* هي عملية مقارنة أداء شركة ما بشركة أخرى تتفوق عليها بغرض الاستفادة منها في تحسين وتطوير أدائها.

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, pp: 25,53,54.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

ووفقا للمبادئ التوجيهية المتعلقة بتسجيل وكالات التصنيف الائتماني، فإنه يتعين تسجيل وكالات التصنيف الائتماني لدى SC لتصنيف أدوات الدين أو الصكوك في ماليزيا<sup>1</sup>، وعملا بهذه المبادئ؛ وافقت SC على وكالتين محليتين لإجراء تقييم ائتماني في ماليزيا. الأولى هي وكالة التصنيف الماليزية المعروفة الآن باسم رام القابضة RAM Holdings. وقد تم إنشاؤها في نوفمبر 1990، وهي من ضمن الوكالات التي تأخذ بعيد الاعتبار عند تصنيف الصكوك جودتها الشرعية. أما الثانية فهي وكالة التصنيف الماليزية مارك (MARC) والتي تم تأسيسها في أكتوبر 1995.

وفي سنة 2014 قامت SC بمراجعة شاملة للمتطلبات المتعلقة بالتصنيفات الائتمانية، وعلى إثر ذلك قامت باتخاذ القرارات التالية:

- السماح بدخول وكالات التصنيف الائتماني الدولية بملكية أجنبية كاملة اعتباراً من 1 جانفي 2017. إلى جانب رفع حدود المساهمة الأجنبية لوكالات التصنيف الائتماني المحلية الحالية. وذلك لتشجيع المنافسة بين الوكالات المختلفة للتصنيف الائتماني مما يؤدي إلى تقديم خدمات تصنيف أفضل مع تقليل تكلفة إصدار الصكوك والسندات<sup>2</sup>.

- إلغاء متطلبات التصنيف الائتماني الإلزامي اعتباراً من 1 جانفي 2017، وهذا ما يسمح للشركات بإصدار صكوك وسندات بتكلفة أقل، كما يوسع وينوع سوق سندات الشركات. وليس بعيداً عن هذا القرار تم السماح بتداول الصكوك والسندات غير المصنفة اعتباراً من 1 جانفي 2015، وفقاً للشروط الواردة في المبادئ التوجيهية حول إصدار سندات الدين الخاص والصكوك لمستثمري التجزئة<sup>3</sup>.

وقد اعتمد هذا النهج التدريجي لتزويد الصناعة بالوقت الكافي لصقل الآليات اللازمة للعمل في ظل النظام الجديد.

وتشمل التنازلات التي منحتها SC فيما يخص إلغاء متطلبات التصنيف الائتماني الإلزامي؛ ما يلي<sup>4</sup>:

- سندات الدين الخاصة، والصكوك الموجودة حالياً غير التجارية أو القابلة للتحويل، والتي كانت في السوق لمدة سنتين يمكن أن تكون قابلة للتداول وقابلة للتحويل دون الحاجة إلى الحصول على تصنيف ائتماني.

<sup>1</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 34.

<sup>2</sup> Securities Commission Malaysia: Annual Report 2014, p: 10

<sup>3</sup> Ibid, p: 6.

<sup>4</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 64.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- سندات الدين الخاصة والصكوك الموجودة حالياً التي لديها تصنيف (وبالتالي كانت قابلة للتداول وقابلة للتحويل)، وكانت في السوق لمدة سنتين يمكنها الآن إيقاف التصنيف الائتماني، مع الاحتفاظ في الوقت نفسه بقابليتها للتداول والتحويل وفق شروط معينة.

والغاء التصنيفات الائتمانية لم يكن بالإطلاق، لأن ذلك سيؤثر بالسلب على فئة واسعة من المستثمرين، وهم صغار المستثمرين الذين في العادة ليست لديهم المعرفة الكافية والقدرة على تحليل المخاطر وتحديد أكثر الاستثمارات أمناً، لذلك فإن الإلغاء مس صكوك وسندات الشركات الموجهة للمستثمرين المؤهلين بينما الصكوك والسندات الموجهة للمستثمرين الأفراد فقد تم الاحتفاظ بالزامية التصنيف الائتماني لها، وذلك حسب ما جاء في المبادئ التوجيهية المتعلقة بإصدار صكوك وسندات الشركات لمستثمري التجزئة.

### 9- الجهات المختصة في الفصل في منازعات الأوراق المالية:

أمام أطراف النزاع في العقود المرتبطة بالصكوك الإسلامية والتمويل الإسلامي بصفة عامة في ماليزيا مسارين لتسوية نزاعاتهم؛ الأول عن طريق النظام القضائي، والثاني عن طريق الحلول البديلة لتسوية النزاعات.

**أ- النظام القضائي:** استناداً إلى الدستور الاتحادي الماليزي، فإن مسائل التمويل الإسلامي (التعاقدية)؛ تدخل في نطاق القوانين الاتحادية وتعامل معها المحاكم المدنية. وبشكل عام، يخضع عقد التمويل الإسلامي للقوانين المدنية ولمبادئ الشريعة الإسلامية ويتعين على قضاة المحاكم المدنية تطبيق القوانين المدنية (كونها قوانين الأرض) في الفصل في منازعات التمويل الإسلامي، وأي قضايا تتعلق بأحكام شرعية تنشأ عن مثل هذه المنازعات يجب أن تحيلها المحاكم إلى SAC، وهو أمر ملزم لهذه المحاكم. ويقلل هذا الفصل الواضح للولاية القضائية من أي تضارب محتمل بين الشريعة والقوانين المحلية ذات الصلة بالقطاع المالي<sup>1</sup>. حيث أوردت السلطات التشريعية مواد قانونية تستدعي على المحاكم والمحكمين في حال عُرضت عليهم أي دعاوى تتعلق بأحكام الشريعة فيما يخص أعمال سوق رأس المال الإسلامي أو المؤسسات المالية الإسلامية القيام حسب الحالة ب:

- مراعاة أي قرار يصدر عن SAC لـ SC (فيما يخص أعمال سوق رأس المال الإسلامي) أو للبنك المركزي الماليزي (فيما يخص أعمال المؤسسات المالية الإسلامية).

- إحالة هذه المسألة إلى SAC الذي تقع ضمن اختصاصه لإعطاء حكمه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Jenny Hong and Fiona Sequerah: **Getting the Deal Through – Islamic Finance & Markets 2018**, Amer Hussein N Mambuay (ed), Law Business Research, London-UK, August 2017, p:24.

<sup>2</sup> Section 31ZN. (1): **Act A1489, Securities Commission (Amendment) Act**, Kuala Lumpur-Malaysia-, 2015, P:39. Section 56. (1): **Act 701, Central Bank of Malaysia Act 2009**, Kuala Lumpur-Malaysia-, P:42.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وحتى يتم الالتزام بفتاوى هذه المجالس فقد كانت المواد القانونية واضحة في جعل القرارات الصادرة عن المجالس الاستشارية الشرعية ملزمة<sup>1</sup>. وهذا ما يجعل SAC لكل سلطة تنظيمية هو السلطة الأعلى والأخيرة فيما يخص جميع المسائل الشرعية المتعلقة بالمنتجات ضمن اختصاص كل مؤسسة، حيث أن SAC ل SC لديه تفويض لاتخاذ القرارات النهائية بشأن المسائل الشرعية المتعلقة بمنتجات سوق رأس المال الإسلامي، في حين SAC ل BNM هو الهيئة الرسمية الوحيدة فيما يخص المسائل الشرعية المتعلقة بالبنوك الإسلامية، التكافل والجهات الخاضعة لسلطة البنك المركزي الماليزي<sup>2</sup>.

**ب- الحلول البديلة لتسوية النزاعات:** في ماليزيا؛ عند رغبة أطراف النزاع في إيجاد حلول سريعة وبديلة عن التقاضي بإمكانهم التوجه نحو مراكز التحكيم أو مكاتب التوسط المالي، التي تم تأسيسها لتسهيل عملية فض النزاعات والتي نجد منها:

- المركز الآسيوي للتحكيم الدولي (AIAC) المعروف سابقاً باسم مركز كوالالمبور الإقليمي للتحكيم (KLRCA) الذي يوفر قواعد محددة تتعلق بالمعاملات المصرفية الإسلامية والخدمات المالية<sup>3</sup>.

- مركز حل النزاعات في صناعة الأوراق المالية (SIDREC): وهو هيئة مستقلة أنشأتها SC في عام 2011 لتسوية النزاعات بين المستثمرين والوسطاء في سوق المال. وقد أصبحت في سبتمبر 2017 كل البنوك التجارية والإسلامية التي تقدم خدمات ومنتجات سوق رأس المال أعضاء في SIDREC بعد تعديل SC للوائح أسواق رأس المال والخدمات الخاصة بتسوية المنازعات لعام 2010<sup>4</sup>.

- أمين المظالم للخدمات المالية (OFS): الذي كان يعرف سابقاً باسم مكتب الوساطة المالية Financial Mediation Bureau هو عبارة عن منظمة غير ربحية تم إنشاؤها بمبادرة من BNM كقناة بديلة لفض النزاعات بين أعضائها الذين هم مقدمو الخدمات المالية (البنوك التجارية والمصارف الإسلامية وشركات التأمين ومشغلي التكافل...) المرخصون من قبل BNM وعملائهم<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Section 31ZP. (1): Act A1489, Securities Commission (Amendment) Act, Op. cit, p:39.

- Section 58: Act 701, Central Bank of Malaysia Act 2009, Loc.Cit.

<sup>2</sup> Asian Development Bank, Op. cit, p: 12.

<sup>3</sup> Jenny Hong and Fiona Sequerah: Op. cit, p: 23.

<sup>4</sup> Rodney Gerard D'Cruz and Murni Zulkifli, Op. cit, p: 57

<sup>5</sup> متوفر على موقع OFS، على الرابط التالي: <https://www.ofs.org.my>

## المطلب الخامس: البيئة الضريبية لصناعة الصكوك في ماليزيا

إن أحد أهم العوامل الضرورية للصكوك فيما يتعلق بالأنظمة الضريبية هو التأكد من وجود تعادل بين الضرائب على الصكوك والسندات التقليدية. وإذا كان النظام الضريبي يفضل إحداها على الآخر، فإن ذلك يخلق سوقا غير عادلة يستحيل فيها ازدهار الأداة المالية. وفي الوقت الحاضر، فإن معظم النظم الضريبية في جميع أنحاء العالم مهيأة للتعامل مع السندات التقليدية، وتفتقر إلى بعض الخصائص المحددة اللازمة للعمل مع الصكوك وغيرها من الأدوات المالية الإسلامية.

والصكوك عادة ما تنطوي على تحويلات متعددة نظرا لطبيعة دعمها من الأصول الحقيقية بدلا من العمل على أساس الفائدة. والهياكل القانونية غير المصممة للتعامل مع هذا الأمر ستفرض ضريبة على كل عملية نقل، وهذا ما يخلق وضعاً لا يمكن تحمله للمشاركين في معاملة الصكوك. والمثال النموذجي لذلك هو هيكل صكوك الإجارة. حيث يؤدي التحويل الأولي للملكية الأصول إلى تحقيق مكاسب رأسمالية وفرض لضريبة مبيعات وضريبة حيازة ورسوم دمغة. وفي كل مرة يحدث فيها نقل الملكية - وهو ما يحدث مرتين على الأقل - تكون هناك حاجة إلى هذه الضرائب، على عكس السندات التي لا تخضع للضريبة إلا على أرباحها الرأسمالية.

وفي الوقت الحالي، تعد المملكة المتحدة وماليزيا وقطر وتركيا الدول الأربع التي لديها بعض أفضل الظروف فيما يتعلق بالنظم الضريبية وأطر الأدوات المالية الإسلامية.

وبالنسبة لماليزيا التي هي موضوع دراستنا في هذا المطلب فإن الطريقة التي يتم بها التعامل مع الضرائب على الصكوك؛ تختلف إلى حد ما عما يمكن توقعه من الاقتصاديات الأخرى. والسبب في ذلك هو أن الحكومة الماليزية جعلت الصكوك جزءاً هاماً جداً من خطة التنمية الاقتصادية المستقبلية. حيث سعت إلى جذب المزيد من الاستثمارات الإسلامية والصكوك إلى البلاد، وقامت من أجل ذلك بإدخال العديد من التعديلات على تشريعاتها الضريبية إلى جانب تقديم حوافز جوهرية أعطت في الواقع للصكوك ميزة على السندات التقليدية. وبدلاً من أن تكون الصكوك محايده من الضرائب، فإنها في ماليزيا هي ضرائب إيجابية بفضل هذه الحوافز.<sup>1</sup>

### أولاً: تطبيق الحياد الضريبي

وأول ما يثير الاهتمام في التجربة الماليزية هو أنها جعلت الربح له نفس المعاملة الضريبية للفائدة، حيث نجد في قانون ضريبة الدخل (ITA) لعام 1967 الفقرة رقم 2 (7) التي تنص على أن: أي إشارة في هذا القانون إلى الفائدة، تنطبق مع مراعاة ما يقتضيه اختلاف الحال، على المكاسب أو الأرباح المحققة والنفقات المتكبدة، بدلا

<sup>1</sup> Naveed Mohammed: *Sukuk, Taxation, and its Necessary Legal Structures*, 09 August 2014: <https://www.sukuk.com/article/sukuk-taxation-legal-structures-2332/>, 6/4/2017.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

من الفائدة، في المعاملات التي تتم وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>. وهو الأمر نفسه الذي نجده في قانون ضريبة الأرباح العقارية RPGTA لسنة 1976 حيث تم النص في الفقرة 1(5) من الملحق 2 على أن: "أي إشارة في هذا الملحق إلى الفائدة تنطبق، مع تغيير ما يجب تغييره، على المصروفات المتكبدة بدلاً من الفائدة، في المعاملات التي تتم وفقاً للشريعة"<sup>2</sup>.

والهدف من إدخال هكذا نصوص ضمن القوانين الضريبية؛ هو إزاحة إحدى أهم العقبات التي غالباً ما تعترض المعاملات المالية الإسلامية جراء المعاملة التمييزية بين الربح والفائدة، حيث نجد في معظم الأوقات مدفوعات الفائدة محصورة من الضرائب. بينما الربح خاضع للضريبة.

وفي السياق نفسه ومن أجل ضمان الحياد مع خطط التمويل التقليدية، تم إدراج الفقرة الفرعية 2 (8) من قانون (ITA) والتي تم النص فيها على أن<sup>3</sup>:

"... أي إشارة في هذا القانون إلى التصرف في أصل أو عقد إيجار، لا بد أن تستبعد أي تصرف في أصل أو عقد إيجار من قبل أو إلى شخص وفقاً لخطة تمويل معتمدة من قبل البنك المركزي أو SC، كمخطط يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث يكون هذا التصرف مطلوباً بشكل صارم لغرض الامتثال لتلك المبادئ وليس مطلوباً في أي خطط تمويل أخرى"

ومعنى الفقرة السابقة هو أنه لأغراض ضريبية سيتم تجاهل أي تصرف في أصل أو عقد إيجار ضمن مخططات التمويل الإسلامي، وهو ما يجعل مصدري الصكوك معينين من دفع أي ضرائب قد تنتج عن التصرف في الأصول أو تأجيرها، وهو ما سبق وأن ذكرنا بأنه يتكرر عدة مرات عند إصدار الصكوك الإسلامية. وبالتالي فإن إدراج هذا النص يقلل من تكاليف إصدار الصكوك ويجعل مصدريها متساوين في المعاملة مع مصدري السندات.

والشيء نفسه نجده في كل من قانون RPGT وقانون الدمغة stamp act لسنة 1949، حيث تضمن الأول - في الفقرة الفرعية 3(ج) بالملحق رقم 2- إعفاء من دفع الضريبة على المكاسب الناتجة عن التصرف في الأصول العقارية على أن يكون هذا التصرف وفقاً لمخطط معتمد يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وليس مطلوباً لأي خطط تمويل أخرى<sup>4</sup>. كما تضمن الثاني ضمن ملحقه الأول الخاص بالإعفاءات العامة؛ على إعفاء من دفع الضريبة على أي وثيقة إضافية يتم تنفيذها وفقاً لخطة تمويل معتمدة من قبل البنك المركزي أو SC وتكون مطلوبة بشكل صارم بغرض الامتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Section 2(7): Act 53, Income Tax Act 1967 (Revised 1971), Malaysia, p: 21.

<sup>2</sup> 1(5) SCHEDULE 2: Act 169, Real Property Gains Tax Act 1976, as amended by Act 764 (2015), Malaysia, p: 61.

<sup>3</sup> Section 2(8): Act 53, Income Tax Act 1967 (Revised 1971), Op. cit, p: 21.

<sup>4</sup> Subparagraph 3(g) Schedule 2: Act 169, Real Property Gains Tax Act, Op. cit, p: 62.

<sup>5</sup> Securities Commission Malaysia: Islamic Capital Market: Special Incentives, Available On SC website, at the following link: <https://www.sc.com.my/development/islamic-capital-market/special-incentives>

### ثانياً: المعاملة الضريبية للشركة ذات الغرض الخاص:

إن الأدوار التي تؤديها SPV والتي تختلف بحسب نوع الصك المصدر ما إذا كان قائماً على أصول أو مدعوماً بأصول؛ جعلت المشرع الضريبي الماليزي يفرق في المعاملة الضريبية لهذه الشركة، فأبي شركة ذات غرض خاص تنشأ لغرض إصدار أوراق مالية قائمة على الأصول؛ تكون غير معنية بدفع ضريبة الدخل. حيث ينص قانون ضريبة الدخل لعام 1967 (المنقح لعام 1971) في البند 60I على أن أي مصدر دخل وإيراد لهذه الشركة تتم معاملته كمصدر دخل وإيراد للشركة المنشئة. ويكون لهذه الشركة الحق في استلام واستخدام أي عائدات ناتجة عن إصدار هذه الصكوك<sup>1</sup>.

وفي المقابل فإن الشركة ذات الغرض الخاص المُصدرة للصكوك المدعومة بأصول لا تُعامل بنفس المعاملة الضريبية الموضحة في الفقرة السابقة؛ حيث أن المشرع الضريبي أفرد لها معاملة خاصة بما ضمن لوائح ضريبة الدخل لسنة 2014 الخاصة بالتصكيك المدعوم بالأصول. وفي هذه اللوائح تمت معالجة كل من الدخل الإجمالي والدخل المعدل للـ SPV، حيث بينت أن دخل الـ SPV من جميع المصادر لا بد أن يعامل على أنه دخل إجمالي لها من مصدر واحد، وأن أي نفقات تتكبدها SPV بموجب معاملة التصكيك تُعتبر قابلة للخصم للوصول إلى الدخل المعدل للـ SPV<sup>2</sup>.

### ثالثاً: الحوافز الضريبية

#### 1- الإعفاءات الضريبية:

أ- إعفاءات من ضريبة الدخل: قد تناول الملحق رقم 6 من قانون ITA جملة إعفاءات من الضريبة على الدخل ومن ضمنها إعفاءات ذات صلة بالصكوك الإسلامية والتي شملتها الفقرات 33 (أ) و 33 (ب) والفقرة 35 والتي تضم ما يلي<sup>3</sup>:

- إعفاء الشركات غير المُقيمة\* في ماليزيا من دفع الضريبة على الأرباح المدفوعة أو مستحقة الدفع لحسابهم

فيما يتعلق بـ:

- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة الماليزية.

<sup>1</sup> Ibid.

<sup>2</sup> Regulations 10 and 11: **Income Tax (Asset – Backed Securitization) Regulations**, Malaysia, 2 June 2014, Available on: [http://www.greengazette.my/documents/federal-gazette-pu-a-170-2014\\_20140624-PUA-00170.pdf](http://www.greengazette.my/documents/federal-gazette-pu-a-170-2014_20140624-PUA-00170.pdf).

<sup>3</sup> Securities Commission Malaysia: **Islamic Capital Market: Special Incentives**, Op. cit.

\* يقصد بتعبير "مقيم" القاطن في ماليزيا لسنة مرجعية أي سنة تقييمية كما هو محدد في المادة 7 أو 8 من قانون ضريبة الدخل، (أنظر:

(Section 2 (1): **Act 53, Income Tax Act 1967 (Revised 1971)**, Op. cit, p: 18.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- الأوراق المالية أو الصكوك الإسلامية الصادرة بالرنجيت الماليزي، التي تمت الموافقة عليها أو التصريح بها من قبل SC.
- إعفاء أي شخص (مقيم أو ليس مقيم، فرد أو شركة) من دفع الضريبة على الأرباح المدفوعة أو مستحقة الدفع لحسابه فيما يتعلق بالصكوك المقومة بعملة غير الرنجيت التي تصدر من ماليزيا وتوافق عليها SC.
- إعفاء أي فرد أو صندوق وحدة الثقة unit trust fund أو صندوق استثمار مغلق مدرج and listed closed-end funds؛ من دفع ضريبة الدخل على الأرباح المدفوعة أو مستحقة الدفع لحسابه فيما يتعلق بـ:

- الأوراق المالية المصدرة أو المضمونة من قبل الحكومة.

- الأوراق المالية الإسلامية المعتمدة من قبل SC.

والإعفاءات من ضريبة الدخل المذكورة آنفا، من شأنها أن تؤدي إلى:

- تحفيز كافة فئات المستثمرين سواء مقيمين أو غير مقيمين، أفراد أو شركات... للاستثمار في الأوراق المالية الحكومية وهو ما يسمح بزيادة قدرة الحكومة على استقطاب رؤوس الأموال الكافية لسد احتياجاتها التمويلية المختلفة.
  - تحفيز المستثمرين بمختلف أنواعهم للاستثمار في الصكوك التي تصدر في ماليزيا وتوافق عليها SC وتكون مقومة بعملة بخلاف الرنجيت الماليزي، وهو ما يسمح بزيادة الطلب على هذه الفئة من الصكوك وبالتالي تشجيع إصدارها، مما يؤدي إلى توسيع أكبر لسوق الصكوك الإسلامية من خلال تنوع الأدوات التمويلية واستقطاب فئات جديدة من المستثمرين والمصدرين في الصكوك.
  - تحفيز طلب المستثمرين الأجانب من فئة الشركات على الصكوك المقومة بالرنجيت الماليزي، وهذا ما قد يدفع إلى رفع نسبة الاستثمار الأجنبي في الصكوك الإسلامية. ولعل اختيار المستثمرين من فئة الشركات راجع لكون هذه الفئة عادة ما تكون لها القدرة المالية الكافية، وفي الوقت نفسه الرغبة في تنوع استثماراتها. وهو ما دفع لمنحها إعفاءات تشجعها على اختيار الصكوك من أجل تنوع محافظها الاستثمارية.
- ب- الإعفاءات من رسوم الدمغة<sup>1</sup>:** لقد تم توفير عدة إعفاءات عن دفع رسوم الدمغة، والتي تم إصدارها في

شكل أوامر نذكر منها ما يلي:

<sup>1</sup> Rodney Gerard D'Cruz and Murni Zulkifli, Op. cit, p: 48.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

أمر الإعفاء رقم (23) لسنة 2000 الذي منح إعفاء من رسوم الدمغة؛ لجميع الوثائق المكتوبة المتعلقة بإصدار، أو عرض للاكتتاب أو الشراء، أو الدعوة للاكتتاب أو الشراء؛ الصكوك الموافق عليها من قبل SC كما يشمل الإعفاء الوثائق المرتبطة بنقل تلك الصكوك.

أمر الإعفاء (رقم 4) لعام 2013 الذي أُصدر لتشجيع صكوك وسندات التجزئة من خلال منحها إعفاء من رسوم الدمغة؛ لجميع الوثائق المكتوبة المرتبطة ببيع وشراء صكوك وسندات التجزئة الموافق عليها من قبل SC، والمنفذة من قبل مستثمرين أفراد من 1 أكتوبر 2012 إلى 31 ديسمبر 2015.

**ج- الإعفاءات من RPGT:** لقد تم إصدار عدة إعفاءات تتعلق بـ RPGT يستفيد منها المُصدر أو المنشئ وذلك في شكل أوامر نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

أمر الإعفاء رقم (3) لسنة 2003 الذي تضمن إعفاء لأي شخص من دفع (RPGT) فيما يتعلق بالمكاسب الرأسمالية الناتجة عن التصرف في أي ممتلكات عقارية فيما يتعلق بإصدار صكوك وسندات الشركات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية.

أمر الإعفاء 227 P.U. (A) لسنة 2001 الذي تضمن إعفاء أي شخص من دفع ضريبة أرباح الممتلكات العقارية المفروضة فيما يتعلق بالمكاسب الرأسمالية الناتجة عن نقل ملكية تلك الممتلكات:

- إلى أو لصالح الشركة ذات الغرض الخاص.

- فيما يتعلق بإعادة شراء الممتلكات العقارية للشخص، الذي تم اقتناء تلك الموجودات منه لغرض معاملة التصكيك (المنشئ) أو لصالحه.

### 2- الخصومات الضريبية:

#### 2-1 الخصومات الضريبية للشركات المنشئة:

بموجب قواعد ضريبة الدخل (P.U. (A) 176) لسنة 2007 تم منح الشركة المنشئة للـ SPV لغرض الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية؛ خصما ضريبيا على تكاليف إصدار الصكوك التي تتكبدها SPV<sup>2</sup>.

#### 2-2 الخصومات الضريبية للمصدرين:

أ- الخصومات الضريبية وفقا لأنواع معينة من العقود الشرعية الإسلامية: في سنة 2009، وبموجب قواعد ضريبة الدخل لسنة 2009 رقم (P.U. (A) 420) مُنح مصدر الصكوك المبنية على كل من المشاركة والمضاربة والإجارة والاستصناع خصما ضريبيا على مصاريف الإصدار حتى سنة التقييم 2015. وفي سنة 2011 مُنح أيضا

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia: Islamic Capital Market: Special Incentives, Op. cit.

<sup>2</sup> Ibid.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

مصدرو الصكوك القائمة على كل من المراجعة والبيع بثمن آجل الخصم الضريبي سابق الذكر. وذلك بموجب قواعد ضريبة الدخل لسنة 2011 رقم (P.U. (A) 355). كما مُنح في ذات السنة مصدرو الصكوك القائمة على مبدأ الوكالة الذي يشتمل على مكون مختلط من الديون والأصول؛ خصما ضريبيا مائلا يُستفاد منه لمدة 4 سنوات من سنة التقييم 2012 وحتى 2015، وذلك وفقا لما جاءت به قواعد ضريبة الدخل لسنة 2011 رقم (P.U. (A) 443)<sup>1</sup>.

وبعد انتهاء مدة الخصومات السابقة؛ تم منح خصم ضريبي آخر على مصاريف الإصدار، لكن هذه المرة شمل الخصم فقط المُصدرين للصكوك المبنية على أساس عقود الإجارة أو الوكالة (التي تتألف من مكون مختلط من الأصول والديون) دون باقي العقود، على أن تدوم مدة الخصم 3 سنوات من سنة التقييم 2016 وحتى سنة 2018. وذلك بحسب ما جاء في قواعد ضريبة الدخل لسنة 2015<sup>2</sup>.

**ب- الخصومات الضريبية لمصدري الصكوك الزراعية:** تم منح الشركات المقيمة في ماليزيا خصما ضريبيا على مصروفات إصدار الصكوك الزراعية (Agro sukuk) المعتمدة أو المرخصة من قبل SC، وذلك لمدة 3 سنوات من سنة التقييم 2013 وحتى سنة التقييم 2015. وقد اشترط للاستفادة من هذا الخصم أن تكون الصكوك الزراعية قائمة على المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار أو الإجارة وأن يتم استخدام 70% من عائدات إصدار الصكوك في تمويل أو حيازة مشروع في قطاع الزراعة أو كليهما. وذلك بحسب ما جاء في قواعد ضريبة الدخل لسنة 2013 رقم (P.U. (A) 305).

**ج- الخصومات الضريبية لمصدري صكوك التجزئة:** عند ظهور صكوك التجزئة لأول مرة في سنة 2013 ومن أجل تحفيز استخدامها مع سندات التجزئة كأدوات تمويلية؛ مَنَحَت قواعد ضريبة الدخل لسنة 2013 (P.U. (A) 71) خصما ضريبيا للشركات على النفقات الإضافية التي تتكبدها عند إصدار سندات أو صكوك التجزئة المعتمدة أو المرخصة من قبل SC، وذلك من سنة التقييم 2012 وحتى 2015. وقد تم تمديد هذا الخصم بموجب ميزانية 2016 إلى غاية سنة 2018<sup>3</sup>.

وبعد انتهاء مدة الخصم الضريبي السابق تم في 2016 بموجب قواعد ضريبة الدخل لسنة 2016 (P.U. (A) 347)؛ منح خصم ضريبي على المصروفات الإضافية المتكبدة على إصدار سندات التجزئة إلى جانب صكوك

<sup>1</sup> Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC): Incentives for Islamic Capital Market. Available on (MIFC) Website, at the following link: [http://www.mifc.com/index.php?ch=ch\\_kc\\_framework&pg=pg\\_kcfm\\_incentives&ac=2](http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_kc_framework&pg=pg_kcfm_incentives&ac=2)

<sup>2</sup> Rodney Gerard D'Cruz and Murni Zulkifli, Op. cit, p: 47.

<sup>3</sup> متوفر على موقع المعهد الماليزي للمحاسبين (MIA)، على الرابط التالي:

<https://www.mia.org.my/v2/downloads/resources/publications/budget/2017/B/B5.pdf>

## الفصل الثالث \_\_\_\_\_ تجارب الصكوك الإسلامية

التجزئة المبنية وفقاً لمبدأ المراجعة أو المضاربة أو الاستصناع أو المشاركة أو الوكالة أو الإجارة أو أي مبدأ شرعي معتمد والموافق عليها أو المرخصة من قبل SC من سنة التقييم 2016 حتى سنة التقييم 2018.

**د- الخصومات الضريبية لمصدري صكوك SRI:** في سنة 2016، ومن أجل تشجيع استخدام صكوك SRI كقناة لجمع الأموال تم إصدار قواعد ضريبة الدخل لسنة 2017 التي تضمنت خصماً ضريبياً على المصروفات المتكبدة على إصدار أو طرح صكوك SRI المعتمدة أو المرخصة من قبل SC، وذلك من سنة التقييم 2016 وحتى سنة التقييم 2020. وحتى يستفيد مصدر هذه الصكوك من الخصم لا بد عليه أن يستخدم 90٪ من العائدات الناتجة عن إصدارها، أو عرضها لغرض تمويل مشروعات SRI كما هو محدد في المبادئ التوجيهية لـ SC<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia: Islamic Capital Market: Special Incentives, Op. cit.

### المبحث الثاني: دراسة التجربة السعودية

بعد ماليزيا تأتي السعودية في المرتبة الثانية ضمن قائمة الدول المستفيدة من سوق الصكوك. والسعودية من البلدان النفطية كالجائر التي تعتمد على عوائد النفط كمصدر وحيد لإيراداتها، وهو ما أدى إلى تأثرها بالسلب بعد الأزمة النفطية لسنة 2014.

وكغيرها من البلدان النفطية قامت المملكة بعد الأزمة بوضع خطط لما يسمى بـ "اقتصاد ما بعد النفط". ومن ضمن هذه الخطط تطوير سوق رأس المال بما فيه سوق الصكوك والسندات، وذلك للاستفادة منه سواء من قبل القطاع العام أو الخاص. وقد عملت المملكة إثر ذلك على إدخال إصلاحات هامة على سوق الصكوك، وتزامن ذلك مع دخول قوي للمملكة لهذه السوق.

وعلى إثر التطورات السابق ذكرها سيتم من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على واقع صناعة الصكوك بالمملكة العربية السعودية ومختلف مستجداتها وذلك من خلال المطالب التالية:

**المطلب الأول:** صناعة التمويل الإسلامي في السعودية.

**المطلب الثاني:** الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك السعودية.

**المطلب الثالث:** المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك السعودية.

**المطلب الرابع:** البيئة القانونية لصناعة الصكوك في السعودية.

**المطلب الخامس:** البيئة الضريبية لصناعة الصكوك في السعودية.

### المطلب الأول: صناعة التمويل الإسلامي في السعودية

تعود بدايات صناعة التمويل الإسلامي في السعودية إلى سنة 1985، وذلك بتأسيس أول شركة إسلامية تحت اسم الشركة الوطنية للتأمين التعاوني. وبعدها بسنتين ظهر أول بنك إسلامي بالسعودية تحت اسم شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، وهي التي كانت تعرف بـ "مؤسسة الراجحي للصرافة السعودية" قبل أن يتم تحويلها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية. وفي السنة ذاتها تم إنشاء أول صندوق استثماري متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية من قبل المصرف الأهلي التجاري. هذا الأخير الذي قام بدوره بإنشاء فرع إسلامي له في عام 1990، لتتزايد بعدها فروع المصرف لتصل سنة 2008 إلى 223 فرعاً، وهو النجاح الذي دفع باقي البنوك التقليدية بالسعودية للتحويل نحو الصيرفة الإسلامية بشكل جزئي أو كلي.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

ومنذ انطلاق تجربة التمويل الإسلامي بالسعودية وبدأ عمل البنوك الإسلامية وشركات التكافل وصناديق الاستثمار الإسلامية؛ بقيت الصكوك الإسلامية الحلقة المفقودة ضمن فروع صناعة التمويل الإسلامي بالسعودية، وذلك إلى غاية سنة 2006. حيث تم إصدار أول صكوك إسلامية بالمملكة من خلال الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك". وقد بلغ حجم الإصدار 03 مليار ريال، وهو أكبر إصدار للصكوك الإسلامية على مستوى المنطقة العربية في ذلك الوقت.<sup>1</sup>

وصناعة المالية الإسلامية بالمملكة تحوز على دعم العديد من المؤسسات منها: البنك الإسلامي للتنمية ومركز الملك عبد الله المالي والغرفة الإسلامية للتجارة والصناعة والزراعة والسوق المالية السعودية، وتشكل هذه المؤسسات أدوات دفع قوية للصناعة المالية الإسلامية، كما تحتضن السعودية مجتمعين فقهيين داعمين بشكل كبير لصناعة الخدمات المالية الإسلامية، هما: المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في مكة المكرمة ومجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في جدة، إضافة لما سبق تحتوي السعودية على العديد من الكليات والمعاهد والمراكز البحثية الداعمة للصناعة، ومن بينها كلية العلوم الاقتصادية والمالية الإسلامية في جامعة أم القرى وكلية العلوم الاقتصادية والمالية الإسلامية بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض ومعهد الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب\* (IRTI). ويضاف لذلك العديد من المراكز البحثية والكراسي العلمية التي تهدف إلى دعم التمويل الإسلامي ككرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، وكذا كرسي الشيخ محمد الراشد لدراسات المصرفية الإسلامية.<sup>2</sup>

وإذا كانت ماليزيا قد أسست لنظام مالي مزدوج شق منه إسلامي وشق آخر تقليدي، فإن بالسعودية نظاما ماليا واحدا يجمع بين التعاملات المالية التقليدية والتعاملات المالية الإسلامية دون تفريق بينها. وعلى الرغم من عدم منح صناعة التمويل الإسلامي بالمملكة تلك الخصوصية الضرورية في التعامل معها من قبل الجهات التنظيمية والرقابية كما هو الحال في ماليزيا؛ إلا أنها استطاعت أن تحقق نجاحات هامة جعلت المملكة تصنف في المرتبة الخامسة من بين 131 دولة شملها تقرير مؤشر تنمية التمويل الإسلامي لسنة 2018. وبحسب ذات التقرير؛ احتلت السعودية بنهاية 2017 المرتبة الأولى من حيث حجم أصول قطاع التكافل ببلغ قدره 15 مليار دولار أمريكي، كما احتلت المرتبة الثانية بعد إيران من حيث حجم أصول الصيرفة الإسلامية ببلغ قدره 376 مليون دولار أمريكي، والمرتبة الثانية بعد

<sup>1</sup> براق محمد، فيجل عبد الحميد: (المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية، حالة سوق الأسهم السعودية وإمكانية الاستفادة بورصة الجزائر منها)، مجلة المعيار، المجلد: 22، العدد: 44، 2018، ص: 483.

\* المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب: هو عضو في مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، وقد تأسس سنة 1981 بهدف رئيس هو إجراء البحوث والتدريب والأنشطة الاستشارية في الاقتصاد والتمويل الإسلامي وذلك لتسهيل توافق الأنشطة الاقتصادية والمالية والمصرفية في البلدان الأعضاء في البنك الإسلامي للتنمية مع الشريعة الإسلامية. (See: Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op. cit, p:4)

<sup>2</sup> محمد فضل عبد الكريم: (التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية: الفرص والتحديات)، مجلة البحوث والدراسات الشرعية، دار المنظومة، المجلد: 4، العدد: 43، أوت 2015، ص ص: 182، 183.

ماليزيا من حيث حجم الصكوك القائمة ببلغ قدره 81 مليار دولار أمريكي. أما من حيث الأصول المدارة للصناديق الإسلامية القائمة (Islamic Funds AuM Outstanding) فقد بلغ حجمها 24 مليار دولار أمريكي، وهو ما جعل المملكة تحتل المرتبة الثالثة بعد كل من إيران في المرتبة الأولى وماليزيا في المرتبة الثانية والمرتبة نفسها أخذتها المملكة بالنسبة لأصول مؤسسات التمويل الإسلامي الأخرى، التي من بين ما تشمل شركات العقارات والتمويل وشركات التكنولوجيا المالية (fintech) وغيرها من الشركات وذلك ببلغ قدره 13 مليار دولار أمريكي<sup>1</sup>.

ويتوقع لصناعة التمويل الإسلامي بالمملكة أن تحقق نجاحات أكبر في الفترة المقبلة إثر توجهها الملحوظ نحو زيادة الاهتمام بالتمويل الإسلامي، وهذا ما سنبينه لاحقاً فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية كجزء من صناعة التمويل الإسلامي.

### المطلب الثاني: الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك السعودية

#### أولاً: هيئة السوق المالية CMA

نشأت السوق المالية في السعودية ببدايات غير رسمية في الخمسينات، واستمر الوضع كذلك إلى أن وضعت الحكومة التنظيمات الأساسية للسوق في الثمانينات. وبموجب "نظام السوق المالية" الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 31 جويلية 2003 تأسست CMA، لتكون الجهة المسؤولة عن تنظيم سوق الأوراق المالية في المملكة وتطويره والإشراف عليه وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري؛ ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. ويدير الهيئة مجلس إدارة يتكون من تسعة أعضاء يتم تعيينه بقرار من مجلس الوزراء وترشيح من رئيس مجلس CMA، ويشمل هؤلاء الأعضاء ممثلاً عن وزارة المالية وآخر عن وزارة التجارة والصناعة، وأيضاً ممثلاً عن مؤسسة النقد العربي السعودي، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة. وتتمتع الهيئة عموماً بالصلاحيات التالية:

- تنظيم وتطوير السوق المالية، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة نشاطات الجهات الخاضعة لرقابة وإشراف الهيئة.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش ...
- العمل على تحقيق الكفاءة والعدالة والشفافية في معاملات الأوراق المالية .
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية .
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

<sup>1</sup> Icd And Thomson Reuters, Op. cit, pp: 7,16, 18-21.

- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية<sup>1</sup>.

بالنسبة للصكوك الإسلامية تعمل CMA السعودية على تطوير وتنظيم ومراقبة إصدارها جنباً إلى جنب مع باقي الأوراق المالية من أسهم وسندات. وقد بدأت مساعي CMA في تطوير سوق الصكوك والسندات سنة 2013 حيث أبدت حينها الهيئة عزمها على تذليل الصعوبات التشريعية والتنظيمية والهيكلية التي تعترض إصدار وتنوع "أدوات الدين" المتاحة للاستثمار وتنشيط تداولها؛ لتكون السوق المالية السعودية سوقاً جاذبة لإصدارات وتداول "أدوات الدين"<sup>2</sup>. ومنذ ذلك الحين لم تشهد تلك المساعي خطوات جديدة لتجسيدها على أرض الواقع ولم يتغير ذلك الحال إلا في السنوات الأخيرة وبالتحديد بعد إطلاق المملكة سنة 2016 "رؤية 2030" التي رسمت من خلالها المملكة طريقها نحو تقليل الاعتماد على عائدات النفط في التمويل الحكومي عقب انهيار أسعار النفط سنة 2014، حيث أسندت لـ CMA من أجل زيادة تنوع خيارات التمويل للقطاع العام والخاص مهمة تشجيع نمو سوق أدوات الدين. والانتقال بحجم السوق (إجمالي الصكوك والسندات القائمة) من 9% من الناتج المحلي الإجمالي (213 مليار ريال) في العام 2016 م إلى أكثر من 15% من الناتج المحلي الإجمالي (أكثر من 475 مليار ريال) في عام 2020 م<sup>3</sup>. وهذا ما دفع الهيئة لتنفيذ عدد من المبادرات يأتي في مقدمتها بناء توجه استراتيجي وطني لهذا السوق وتعزيز كفاءة إصدار أدوات الدين.<sup>4</sup> ولكي يسهل على الهيئة تأدية مهامها فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، قامت سنة 2016 بالانضمام لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"<sup>5</sup> التي تعد أحد أبرز الهيئات الدولية المصدرة للمعايير في الصناعة المالية الإسلامية حول العالم وهو ما يساعد CMA على الارتقاء بأداء السوق المالية السعودية وتعزيز كفاءة الرقابة والمراجعة فيها من خلال معايير المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات العمل والحوكمة<sup>6</sup>

### ثانياً: شركة السوق المالية السعودية (تداول) Saudi Stock Exchange (Tadawul)

شركة السوق المالية السعودية (تداول) هي سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، والجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية<sup>7</sup>. وهي مسؤولة عن الإشراف وتنظيم جوانب معينة من السوق المالية

<sup>1</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa>

<sup>2</sup> هيئة السوق المالية: رئيس مجلس هيئة السوق المالية: نتطلع إلى تنوع أدوات الاستثمار في السوق المالية وتطوير سوق الصكوك، 2013، متوفر على الموقع

الرسمي للهيئة، على الرابط التالي: <https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/AnnualReport2012-new-.aspx>

<sup>3</sup> مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية: وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي - خطة التنفيذ 2020-، المملكة العربية السعودية، 2017/4/24، ص ص: 48، 58.

<sup>4</sup> هيئة السوق المالية: هيئة السوق المالية تنظم مؤتمراً لتطوير سوق الصكوك بالتعاون مع البنك الدولي، متوفر على الموقع الرسمي للهيئة، على الرابط التالي:

<https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/CMAWB.aspx>

<sup>5</sup> هيئة السوق المالية: هيئة السوق المالية تنضم لعضوية هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي)، متوفر على الموقع الرسمي للهيئة، على الرابط

التالي: <https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/AAOIFI.aspx>

<sup>6</sup> المرجع السابق.

<sup>7</sup> موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/Awareness/Pages/Regulations.aspx>

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وفقاً لقواعد ولوائح CMA، بوصف ذلك جزءاً من مشروع انتقال المسؤولية وتفعيلها بين CMA و"تداول"، ويشمل ذلك اللوائح المتعلقة بالأنشطة المختلفة مثل الإدراج والإفصاح المستمر عن المعلومات. حيث تكون CMA مسؤولة عن الموافقة على التسجيل والطرح، بما في ذلك نشرة الإصدار، في حين أنّ "تداول" تكون مسؤولة عن الموافقة على الإدراج<sup>1</sup>.

وقد أسست شركة السوق المالية السعودية سنة 2007، وذلك تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بتأسيس تداول باعتبارها شركة مساهمة.

وتضطلع تداول بأربع مسؤوليات رئيسة هي:

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائيتها وشفافيتها، وقواعد التداول، وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة أسهمها في السوق.

- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة، من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.

- وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم.

- التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة<sup>2</sup>.

بعد عامين من نشاط "تداول" قامت سنة 2009 بتطوير سوق خاص بالصكوك والسندات، وذلك في إطار جهود CMA المتدرجة لتطوير السوق المالية<sup>3</sup>. ويُداول في السوق المالية إلى جانب الصكوك والسندات كل من الأسهم والصناديق الاستثمارية، وصناديق المؤشرات المتداولة وكذا الصناديق العقارية المتداولة. وتُقدم "تداول" العديد من الخدمات التي من شأنها دعم وتطوير الأوراق المالية المختلفة. وفيما يخص الصكوك الإسلامية فإن السوق تقدم لها مع السندات خدمات تتعلق بالتداول وأخرى تتعلق بما بعد التداول.

### 1- خدمات التداول:

أ- التداول خارج المنصة: تقدم تداول خدمة التداول خارج المنصة للصكوك والسندات الخاصة.

<sup>1</sup> السوق المالية السعودية (تداول): دليل الإدراج 2019، المملكة العربية السعودية، ص: 37، متوفر على موقع تداول:

<https://www.tadawul.com.sa/wps/wcm/connect/2eb57eb7-9591-4857-8f07-27fa06c00e65/listing+guid-Arb+2019+Q2+L.PDF?MOD=AJPERES&CVID=mWxTrmD>

<sup>2</sup> موقع هيئة السوق المالية على الرابط التالي: <https://cma.org.sa/Awareness/Pages/Regulations.aspx>

<sup>3</sup> هيئة السوق المالية: اعلان انشاء سوق مالية للصكوك والسندات في المملكة، متوفر على الموقع الرسمي للهيئة، على الرابط التالي:

<https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/sukuk.aspx>

**ب- التداول الآلي:** لقد قامت السوق المالية السعودية (تداول) بتطوير سوق آلي لتداول الصكوك والسندات يتم فيه التداول من خلال شركات الوساطة المالية المرخص لها، حيث يقوم جميع المتداولين بعرض أوامرهم في السوق، وعلى إثر ذلك يتم تنفيذ أفضل أوامر البيع والشراء بطريقة آلية مع تسوية الصفقات خلال يومي عمل T+2. وهذا النظام يحقق كفاءة كبيرة في سرعة التداول وتكلفته، عكس النظام السابق القائم على تداول الصكوك في سوق موازية (بورصة خارج السوق الرسمية)، ما يعنى تنفيذ عمليات البيع عبر إدارات الخزانة في البنوك ثم تسويتها لدى شركة تداول عقب ذلك، وهو ما يبطئ عملية التداول ويزيد من التكلفة.

ويجري التداول في السوق الآلي باستخدام المحافظ الاستثمارية نفسها المستخدمة لتداول الأسهم. ويوفر هذا السوق خدمات رئيسية من إدراج وإرسال أوامر وتنفيذ للصفقات، إلى جانب المقاصة والتسوية وكذا نشر بيانات الأسعار. وبالإضافة إلى ذلك تم تصميم محرك التداول لخدمة أوامر متعددة تلي حاجة المستثمرين<sup>1</sup>.

وبالرغم من الجهود التي بذلتها "تداول" من أجل تسهيل إجراءات تداول الصكوك فقد بقيت الإحصائيات تشير إلى ضعف شديد في حجم تداولاتها، حيث بلغت منذ نشأة سوق الصكوك والسندات في 2009 وإلى نهاية 2017 ما قدره 3.9 مليار ريال وهو مبلغ ضئيل جدا لا يساوي حجم تداولات يوم واحد في سوق الأسهم السعودي<sup>2</sup>.

ولتحسين حجم التداولات تم التنسيق بين CMA ومكتب إدارة الدين العام في وزارة المالية وشركة السوق المالية "تداول"؛ لإدراج وتداول إصدارات الدين العام عبر منصة السوق المالية السعودية "تداول"، وهو ما تم الشروع فيه في أبريل 2018. وقد كان من بين أدوات الدين الحكومية المدرجة 12 إصدارا من الصكوك بمبلغ 58.5 مليار ريال. وقد نتج عن إدراج إصدارات الدين الحكومية؛ تأثير كبير على حجم التداول، حيث تضاعف هذا الأخير بـ 43 مرة خلال عام واحد منتقلا من 8 مليار ريال في مارس 2018؛ أي قبل الإدراج إلى 354 مليار ريال في مارس 2019<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - هيثم الفايز: سوق الصكوك السعودية، تقرير جدوى للاستثمار، الرياض - المملكة العربية السعودية-، أوت 2009، ص: 3.

- موقع تداول: <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/services/sukuk-%26-bonds?locale=ar>

- هيئة السوق المالية: اعلان انشاء سوق مالية للصكوك والسندات في المملكة، مرجع سابق.

- تقرير: تراجع جاذبية الاكتتابات يعزز تنامي إصدارات الصكوك محليا، 2009، متوفر على الموقع الإلكتروني لصحيفة الاقتصادية، على الرابط التالي:

[https://www.aleqt.com/2009/08/10/article\\_261363.html](https://www.aleqt.com/2009/08/10/article_261363.html)

<sup>2</sup> Waleed Abdulaziz Abdullah Abalkhil: *Islamic Finance in Saudi Arabia: Developing the Regulatory Framework*, thesis for the degree of Doctor of Philosophy in Law, University of Exeter, United Kingdom, April 2018, p: 229.

<sup>3</sup> إكرامي عبد الله: بعد تضاعف تداولاتها 43 مرة .. طفرة متوقعة لسوق الصكوك والسندات في المملكة، 2019، متوفر على الموقع الإلكتروني لصحيفة

الاقتصادية، على الرابط التالي: [http://www.aleqt.com/2019/04/25/article\\_1588061.html](http://www.aleqt.com/2019/04/25/article_1588061.html)

## 2- خدمات ما بعد التداول (نظام الإيداع):

تقدم شركة السوق المالية السعودية (تداول) مجموعة متكاملة من خدمات ما بعد التداول، وذلك من خلال شركة مركز إيداع الأوراق المالية **Securities Depositories Centre** التي تقدم خدمات يستفيد منها المصدرون والمستثمرون والأعضاء، بما في ذلك خدمات إيداع وتسجيل وتحويل ملكية الصكوك والسندات، وخدمات قيود الملكية، وخدمات التسوية والمقاصة، وتغييرات رأس المال، وتقديم التقارير الموحدة<sup>1</sup>. وهذه الشركة هي: "شركة شخص واحد مساهمة مقفلة، مملوكة بالكامل لشركة السوق المالية السعودية (تداول). وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق وفق نظام السوق المالية والأنظمة والقواعد ذات العلاقة"<sup>2</sup>.

### ثالثاً: المركز الوطني لإدارة الدين (مكتب إدارة الدين العام سابقاً)<sup>3</sup>:

هو جهة تابعة لوزارة المالية تم تأسيسها سنة 2015، بغرض توفير الاحتياجات التمويلية للمملكة وبأفضل التكاليف الممكنة على المدى القصير والمتوسط والطويل، مع تحقيق استدامة وصول المملكة إلى مختلف الأسواق العالمية وبتسعير عادل. وتشمل أهم مهام المكتب ما يلي:

- إدارة الدين الحكومي المباشر والالتزامات الحكومية الطارئة وجميع العمليات المتعلقة بهم.
- اقتراح استراتيجية للدين العام على المدى المتوسط بالإضافة إلى الخطة السنوية للاقتراض.
- تنفيذ قرارات الجهة المختصة لإصدار الدين والاقتراض بمختلف أنواعه داخل وخارج المملكة، وإعادة الاقتراض وهيكله الديون و ضمانات وزارة المالية لدعم المالية العامة للدولة بكفاءة.
- وضع الأطر القانونية والحوكمة وإدارة المخاطر الخاصة بإدارة الدين العام.
- وضع السياسات الداخلية للمكتب وطريقة إدارته.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني لتداول، على الرابط: <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/services/sukuk-%26-bonds>

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني لتداول، على الرابط: [https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overview/!ut/p/z1/jZBdT8IwFIZ\\_UdPTUcu4bJbZFToCFnD2hgXSR5PSkVIN9NdbF-OFUfTcneR5835ggxTsQvviuja6PrQ-Q- G7eVKUCLzbAFsxoCTzc3dFuYTAILvRyDLipzMKCghl1Pga17tbnebBFBs\\_qOHX47DX\\_r5CHz5g5oS4EyAXNd0Ajn9aJANdVF32FzaeEiuPPa40TZGb882RFS8Hr3FTeld5w7eIm2Pz4OLZj4hfeqHqK33LnOpqRm9lpUqKkhh8oVIXVm5UrkBAT9BK6E-!/Qb8sNYIXJID24Av523zpipwEvF3ieo9sg!!/dz/d5/L0IHSkovd0RNQU5rQUVnQSEhLzROVkuVYXI](https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overview/!ut/p/z1/jZBdT8IwFIZ_UdPTUcu4bJbZFToCFnD2hgXSR5PSkVIN9NdbF-OFUfTcneR5835ggxTsQvviuja6PrQ-Q- G7eVKUCLzbAFsxoCTzc3dFuYTAILvRyDLipzMKCghl1Pga17tbnebBFBs_qOHX47DX_r5CHz5g5oS4EyAXNd0Ajn9aJANdVF32FzaeEiuPPa40TZGb882RFS8Hr3FTeld5w7eIm2Pz4OLZj4hfeqHqK33LnOpqRm9lpUqKkhh8oVIXVm5UrkBAT9BK6E-!/Qb8sNYIXJID24Av523zpipwEvF3ieo9sg!!/dz/d5/L0IHSkovd0RNQU5rQUVnQSEhLzROVkuVYXI)

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لوزارة المالية السعودية، على الرابط التالي: <https://www.mof.gov.sa/DebtManagementOffice/AboutDebtManagementOffice/Pages/default.aspx>

### رابعاً: اللجان الاستشارية الشرعية

في السعودية لا توجد مجالس استشارية شرعية مركزية كما في ماليزيا، فهي تتبع النموذج اللامركزي للحكومة الشرعية ومثلها الكثير من الدول كالبحرين وإندونيسيا واليمن، ويقوم هذا النموذج على تنصيب لجان استشارية شرعية داخل كل بنك أو مؤسسة مالية. ومن الدول ما تفرض ذلك بقوة القانون ومنها ما تترك المجال مفتوحاً لذلك، كحال السعودية التي لم تضع إطاراً للحكومة الشرعية لعمل المؤسسات المالية الإسلامية. وبالرغم من ذلك فإنه في الغالب يتم تشكيل هذه اللجان الشرعية في السعودية حتى من قبل البنوك والمؤسسات المالية التقليدية، وذلك لضمان انضباط الشق الإسلامي من تعاملاتها مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. ولإصدار الصكوك عادة ما يلجأ مديرو الإصدار إلى تلك اللجان الاستشارية الشرعية، ما يؤدي إلى حدوث خلافات في الفتوي بين علماء الشريعة للجان الاستشارية الشرعية المختلفة، وذلك نتيجة طبيعية لعدم وجود هيئة استشارية شرعية مركزية، الأمر الذي جعل غالبية المصدرين يذكرون في نشرات إصدارهم للصكوك بأنه لا يوجد أي ضمان على توافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية. ما يعني أنه لا يوجد أي تأكيد على أن الصكوك ستعتبر متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من قبل أي شخص ما عدا أعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية الموافقة على ذلك الإصدار. لذلك يشار لحاملي الصكوك المحتملين إلى أنه بإمكانهم قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الصكوك الرجوع لمستشار شرعي يتأكدون من خلاله من مدى مشروعية الصكوك.

### خامساً: مؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA):

وهي بمثابة البنك المركزي للمملكة العربية السعودية، وقد أنشئت سنة 1952، وأوكل إليها العديد من المهام بموجب عدة أنظمة وتعليمات. ومن مهام هذه المؤسسة القيام بمراقبة كل من البنوك التجارية والمشتغلين بأعمال مبادلة العملات، وأيضاً مراقبة شركات التأمين التعاوني وشركات المهن الحرة المتعلقة بالتأمين، وكذا شركات التمويل وشركات المعلومات الائتمانية<sup>1</sup>. بالإضافة إلى البنوك الإسلامية والتي يتم الإشراف عليها وتنظيمها جنباً إلى جنب مع نظيرتها التقليدية، وإن لم يُذكر ذلك في نظام مراقبة البنوك المنظم لعمل البنوك في السعودية والصادر سنة 1966. حيث تحتوي SAMA على قسم خاص بالمالية الإسلامية يُعنى بدراسة هذا القطاع ويبحث عن أهم فرص تطويره وعن سبل معالجة التحديات التي تواجهه، إضافةً إلى تقديم الاقتراحات ووضع السياسات اللازمة، وكذا المساهمة في تأهيل وإعداد الكوادر البشرية التي تسمح برفع كفاءة القطاع، وتعزيز وتعميق النظام المصرفي بشكل عام. كما أن SAMA انطلقاً من سنة 2017 باتت عضواً من أعضاء هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI" التي تهدف إلى توحيد المعايير الشرعية، والأخلاقية والمحاسبية للبنوك الإسلامية عبر الدول الأعضاء<sup>2</sup>. وقبل هذا الانضمام كانت SAMA قد وقعت من خلال معهد التمويل التابع لها؛ اتفاقية مع "AAOIFI" لتطوير المهني للتمويل الإسلامي

<sup>1</sup> موقع مؤسسة النقد العربي السعودي، على الرابط: <http://www.sama.gov.sa/ar-sa/About/Pages/SAMAFUNCTION.aspx>

<sup>2</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي الرابع والخمسون، 2018.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

في القطاع المصرفي والقطاع التأميني وفي أسواق رأس المال، مع تعزيز المستويات المهنية للموارد البشرية وزيادة الوعي بالمنتجات والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

ومن خلال ما تم ذكره آنفاً يتضح أن SAMA تتدخل بطريقة غير مباشرة في سوق الصكوك من خلال إشرافها على المتعاملين في السوق من بنوك وشركات تأمين تعاوني وغيرها من الهيئات. وإلى جانب ذلك تقوم مؤسسة SAMA بالتنسيق مع كل من CMA وشركة السوق المالية السعودية "تداول" لتمكين المؤسسات المالية التي تشرف عليها المؤسسة من التقيد والالتزام بكافة المتطلبات والتعليمات بما في ذلك المتعلقة بالصكوك الإسلامية التي تصدرها تلك الجهات<sup>2</sup>.

### سادساً: جهات تنظيمية ورقابية أخرى<sup>3</sup>:

#### 1- وزارة التجارة والاستثمار:

تعمل وزارة التجارة والاستثمار السعودية على وضع السياسات التجارية وتنفيذها، وعلى تعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني، وإلى جانب ذلك تعمل على اقتراح وتطبيق الأنظمة واللوائح التجارية ذات الصلة بما فيها نظام الشركات.

#### 2- الهيئة العامة للاستثمار:

وهي هيئة تم إنشاؤها لغرض جذب وتوطين الاستثمارات الأجنبية، وتحسين البيئة الاستثمارية في المملكة. إلى جانب تطوير الاستثمار في القطاعات الأساسية، مع دعم الحوافز ورفع مستوى الخدمات ذات الصلة.

#### 3- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين:

وهي هيئة تعمل تحت مظلة وزارة التجارة والصناعة، وتتولى مهمة مراجعة وتطوير معايير المحاسبة والمراجعة وجميع الأمور ذات الصلة التي تؤدي إلى تطوير هذه المهنة.

#### 4- الهيئة العامة للزكاة والدخل:

وهي هيئة حكومية تابعة لوزارة المالية، تتولى مهمة تحقيق وجباية الزكاة الشرعية، وتحقيق وجباية الضرائب من الخاضعين لها وفق ما تقضي به الأنظمة والتعليمات.

<sup>1</sup> Waleed Abdulaziz Abdullah Abalkhil, Op. cit p: 116.

<sup>2</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي الرابع والخمسون، مرجع سابق، ص: 136. بتصرف

<sup>3</sup> الموقع الإلكتروني لتداول، على الرابط: <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overview>

## المطلب الثالث: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك السعودية

أولاً: المصدرون

### 1- الحكومة:

لوقت طويل كانت المملكة العربية السعودية في عزلة تامة عن سوق الصكوك. وذلك لأسباب عدة؛ منها ارتياحها المالي الذي وفرته لها عوائدها النفطية المرتفعة، ونقص حجم مشاريعها الصناعية التي جعلتها لا تحتاج لإصدار الصكوك. وحتى في حال رغبتها في الحصول على تمويل كانت الحكومة تلجأ مباشرة إلى الاقتراض من البنوك. وبالرغم من تغير الأوضاع مع مرور الوقت إثر انخفاض أسعار النفط في الثمانينات وتسارع وتيرة التصنيع بالمملكة؛ إلا أنها لم تلجأ لإصدار الصكوك لتوفير حاجياتها التمويلية، وإنما فضلت اللجوء لإصدار سندات حكومية عن طريق مؤسسة النقد العربي السعودي التي يُحظر عليها إقراض الحكومة مباشرة لحماية للعملة والنظام النقدي، والتي كانت تتولى في ذلك الوقت مهمة إدارة الدين نيابة عن الحكومة على أساس علاقة الموكل/الوكيل. وأول إصدارات السندات لمؤسسة النقد العربي السعودي كانت سنة 1988، على الرغم من أن المادة 2 من نظام المؤسسة؛ تحظر عليها دفع أو قبض الفوائد والمادة 6 من النظام تنص على عدم جواز مباشرة المؤسسة لأي نشاط يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

وقد توالى الإصدارات منذ ذلك الحين إلى غاية سنة 2007، حيث تقرر التوقف عن إصدار السندات الحكومية مع تسديد ما على الحكومة من ديون نتيجة تحسن الأوضاع المالية للبلاد. ليستمر الحال كذلك طيلة ثماني سنوات. ومع انهيار أسعار النفط سنة 2014 اضطرت الدولة للتوجه نحو إصدار أدوات دين حكومية لدعم الموازنة<sup>2</sup> التي باتت تسجل عجزاً بدءاً من سنة 2015 بعد أن كانت تسجل فائضاً في السنوات السابقة. وقد كان الإصدار في هذه المرة من خلال مكتب إدارة الدين العام المنشأ من قبل وزارة المالية سنة 2015.

وفي ظل هذه الأوضاع قام المكتب بوضع استراتيجية دين عام على المدى المتوسط ارتكزت على الاقتراض أو إصدار أدوات دين بحسب الحاجة لذلك وفي حدود القدرة الاستيعابية للأسواق المحلية والعالمية، والأمر الإيجابي في هذه الاستراتيجية هو التأكيد على ضرورة ضمان تنوع أدوات الدين المصدرة وإصدار الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة كالصكوك داخل وخارج المملكة، إلى جانب تنوع العملات المصدر بها الدين لتشمل غير الريال بحسب الحاجة وحسب أوضاع الأسواق. وذلك كله على ألا يزيد سقف الدين العام من الناتج المحلي الإجمالي عن 30% بحلول عام 2020<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Waleed Abdulaziz Abdullah Abalkhil, Op. cit, P: 206-207.

<sup>2</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي 2018، الرياض-المملكة العربية السعودية-، 2018، ص: 17.

<sup>3</sup> موقع صحيفة مال الاقتصادية، على الرابط التالي: <http://www.maaal.com/archives/20180122/102305>

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وأول إصدار للصكوك السيادية في هذا الإطار كان في سنة 2017، وقبلها لجأت الدولة من أجل سد العجز في ميزانيات 2015 و2016 إلى السحب من احتياطاتها من النقد الأجنبي إلى جانب الاقتراض الداخلي والخارجي مع طرح سندات دولية<sup>1</sup>. وقد رافق توجه السعودية نحو سوق الصكوك الإسلامية توجهًا مماثلًا لسلسلة عمان التي أصدرت هي الأخرى صكوكًا سيادية سنة 2017. وقد سبقت كلتا الدولتين؛ حكومات كل من البحرين والإمارات وقطر التي أصدرت بشكل منتظم في السنوات الخمس التي أعقبت الهبوط الحاد في أسعار البترول؛ صكوكًا بالعملة المحلية والعملات الأجنبية لأغراض تمويل ميزانياتها<sup>2</sup>.

وأول إصدارات السعودية كانت صكوك مقومة بالدولار الأمريكي رغبت من خلالها في تخفيف وتيرة السحب من الاحتياطيات الخارجية مع جذب مستثمرين جدد لإصداراتها؛ وقد اختارت هيكلًا هجينًا لهذه الإصدارات، حيث تم تخصيص 51% من الصكوك لعقد المضاربة، و49% لعقد المراجعة.

وشملت الأطراف الرئيسية لهيكل هذه الصكوك:

- شركة ذات غرض خاص (شركة صكوك المملكة العربية السعودية المحدودة) كمصدر وأمين إصدار ورب مال.

- المملكة كمضارب بمشاريع البنية التحتية ومشتري بالمراجعات، ويتولى هذا الدور وزارة المالية.

واللافت في الأمر أن وزارة المالية قد تلقت طلباً قوياً من المستثمرين على إصدارها الدولي الأول حيث تجاوز المجموع الكلي لطلبات الاكتتاب في هذه الصكوك مبلغاً قدره 33 مليار دولار أمريكي وهو ما يعادل 123,75 مليار ريال سعودي.

والنجاح الذي حققته الصكوك الحكومية الدولية الأولى للسعودية شجعها على دراسة إصدارات لاحقة، وكان التوجه هذه المرة نحو السوق المحلي حيث قامت وزارة المالية بإنشاء برنامج صكوك بالريال السعودي غير محدد المدة أو القيمة، تقوم من خلاله بإصدار صكوك، وطرحها على عدة مراحل من وقت لآخر للمستثمرين؛ وفقاً لتقدير وزارة المالية المفوضة بذلك. مع تحديد شروط وأحكام كل إصدار من إصدارات البرنامج: الفئات التي يحق لها الاكتتاب في الصكوك، وحجم الطرح، والعائد المتوقع لحملة الصكوك، وغيرها من التفاصيل ذات الصلة.

وفي جويلية 2017 أعلنت وزارة المالية من خلال مكتب إدارة الدين العام عن أول إصدار لها ضمن هذا البرنامج، وحددت حجمه بمبلغ 17 مليار ريال سعودي مقسم على ثلاث شرائح بمدد استحقاق 5 و7 و10 سنوات.

<sup>1</sup> رميتة حبيبة: (الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل عجز الخزينة العمومية بالجزائر)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد: 3، العدد: 2، ديسمبر 2017، ص: 142.

<sup>2</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, P: 53.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وقد أعلنت وزارة المالية أنها تلقت إقبالا كبيرا من المستثمرين على إصدارها هذا، حيث تجاوز المجموع الكلي لطلبات الاكتتاب في هذه الصكوك الـ 51 مليار ريال سعودي<sup>1</sup>.

وقد توالى بعد ذلك إصدارات وزارة المالية للصكوك الحكومية المحلية لتصل إلى 12 إصدارا في سنة 2017، بحجم إجمالي قدره 53 مليار ريال، و 12 إصدارا في 2018 بمبلغ قدره 48.9 مليار ريال، و 7 إصدارات لغاية ماي 2019 بمبلغ قدره 37 مليار ريال. وقد تنوعت آجال استحقاق الصكوك لتشمل المدينين المتوسط وطويل الأجل، حيث تم إصدار الصكوك في سنتي 2017 و 2018 بمدد استحقاق 5 و 7 و 10 سنوات. وفي سنة 2019 أضيفت مدد أطول وهي 12 و 15 و 30 سنة<sup>2</sup>.

والإصدارات المتتالية للصكوك بمدد متنوعة من قبل الحكومة إلى جانب أنها تلي رغبات فئات متنوعة من المستثمرين وتوفر التمويل الكافي للمشاريع الاستثمارية للدولة؛ فإنها تسهم في بناء **منحنى عائد سيادي** لسوق الصكوك يجمع بين عائد الصكوك الحكومية ومدد استحقاقها، وهو الذي لطالما كانت السوق في حاجة له لما له من أهمية -على الخصوص- بالنسبة للمصدرين من المؤسسات شبه الحكومية وشركات القطاع الخاص التي تستخدمه كمرجع لتسعير إصداراتها، وأيضا بالنسبة للمستثمرين الذين يسترشدون به من أجل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وقبل إصدار الحكومة للصكوك فإنها تعمل على الموازنة بين الإصدارات الدولية والمحلية، وإلى جانب ذلك تعمل كل من السلطة النقدية والسلطة المالية على التواصل فيما بينها قبل أي إصدار محلي، وذلك من أجل قياس مستويات السيولة المصرفية لضمان استقرارها. فزيادة الإصدارات المحلية قد يؤثر سلبا على السيولة المصرفية في حال عدم إعادتها مرة أخرى إلى النظام المالي. وهذا التأثير السلبي في العادة لا يحدث إذا ما كانت إصدارات الصكوك تهدف لتمويل الإنفاق الحكومي -وهو الأصل-، نظرا لأن السيولة المسحوبة عادة ما تعود إلى النظام عن طريق المدفوعات الحكومية<sup>3</sup>.

وقد أدت الإصدارات المتتالية للصكوك والسندات الحكومية في رفع نسبة دين المملكة إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 19.1% في نهاية 2018 بعد أن كان في 2015؛ أي قبل لجوء الحكومة لسوق الصكوك والسندات لسد العجز في ميزانيتها في حدود 5.8%. وبالرغم من هذه الزيادة الكبيرة لا يزال أمام الحكومة السعودية هامش كافٍ لبلوغ سقف الدين الذي حددته بـ 30% وهو ما يسمح لها بالاستمرار في دعم إنفاقها الحكومي بما يخدم خططها التنموية من خلال سوق الصكوك والسندات.

<sup>1</sup> رمينة حبيبية: (الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل عجز الخزينة العمومية بالجزائر)، مرجع سابق، ص: 142-143.

<sup>2</sup> الإحصائيات بناء على نتائج الطروحات المنشورة في موقع وزارة المالية السعودية، على الرابط التالي:

[https://www.mof.gov.sa/DebtManagementOffice/IssuancePrograms/Sukuk\\_Issuance\\_Program\\_in\\_Saudi\\_Riyal/Pages/default.aspx](https://www.mof.gov.sa/DebtManagementOffice/IssuancePrograms/Sukuk_Issuance_Program_in_Saudi_Riyal/Pages/default.aspx)

<sup>3</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي: تقرير الاستقرار المالي 2018، مرجع سابق، ص: 18.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

ولتتمكن الحكومة السعودية من الاستمرار في دعم إنفاقها الحكومي بأريحية أكبر من خلال إصدار الصكوك والسندات؛ قامت وزارة المالية السعودية ممثلة بمكتب إدارة الدين العام بإدخال نظام المتعاملين الأوليين أو التجار الرئيسيين كما أطلق عليهم في التجربة الماليزية، وذلك لأول مرة في جويلية 2018. والسبب وراء ذلك راجع للدور المحوري لهؤلاء المتعاملين في توسيع قاعدة المستثمرين في السوق الأولية لتأمين الاحتياجات التمويلية للمملكة، إلى جانب دورهم في زيادة سيولة الأوراق المالية الحكومية المحلية من خلال ممارستهم لدورهم كصانعي سوق في السوق الثانوية بتقديمهم لسعري العرض والطلب لجميع الإصدارات الحكومية بعد إدراجها مباشرة، وهو ما من شأنه أن يزيد من جاذبية هذه الإصدارات<sup>1</sup>.

وفي الإطار نفسه وحتى تستقطب السعودية قاعدة أوسع من المستثمرين في إصداراتها الحكومية عملت خلال سنة 2019 على توفير كافة متطلبات الانضمام لمؤشرات جي بي مورجان (J.P. Morgan) لسندات الأسواق الناشئة لتصبح ابتداء من أكتوبر 2019 الديون السيادية للمملكة جزءا من استثمارات شركات إدارة الأصول العالمية. مع الإشارة إلى أن إدراج الصكوك ضمن المؤشرات مشروط بحصولها على تصنيف ائتماني من إحدى وكالات التصنيف الائتماني العالمية<sup>2</sup>. واتخاذ هذه الخطوة من شأنه أن يؤثر إيجابا على تكاليف اقتراض المملكة بتخفيضها نتيجة زيادة الطلب على إصداراتها من الصكوك والسندات الحكومية، وهو ما يمنحها أريحية أكبر لاستخدام هكذا أدوات تمويلية لدعم إنفاقها الحكومي.

### 2- الشركات

يعود تاريخ إصدار صكوك الشركات في المملكة العربية السعودية إلى عام 2006 عندما وافقت CMA على إصدار الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) لصكوك بقيمة إجمالية تصل إلى 3 مليار ريال. ليتلقى البنك المرتب لذلك الإصدار في غضون عشرة أيام طلبات بـ 4.3 مليار ريال. وهو ما فتح بعدها الباب لمبادرات إصدار صكوك مماثلة<sup>3</sup>.

وفي عام 2016 احتلت المملكة العربية السعودية المرتبة الثالثة في سوق صكوك الشركات (11.6%) بعد كل من ماليزيا (50.2%) والإمارات (18.3%)؛ بإصدارات متواضعة نسبياً بقيمة 1.8 مليار دولار أمريكي مقابل 5.4 مليار دولار أمريكي في 2015. وقد كان من بين إصدارات سنة 2016؛ 1.2 مليار دولار أمريكي تم جمعها

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لوزارة المالية السعودية، على الرابط التالي:

[https://www.mof.gov.sa/DebtManagementOffice/NewsandPressReleases/Pages/news\\_25072018.aspx](https://www.mof.gov.sa/DebtManagementOffice/NewsandPressReleases/Pages/news_25072018.aspx)، بتصرف.

<sup>2</sup> متوفر على موقع صحيفة الاقتصادية: [http://www.aleqt.com/2019/09/29/article\\_1684381.html](http://www.aleqt.com/2019/09/29/article_1684381.html)، بتصرف.

<sup>3</sup> Waleed Abdulaziz Abdullah Abalkhil, Op. cit, pp: 208-209.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

من قبل ثلاثة بنوك إسلامية، بما في ذلك إصدار صكوك دائمة مستوفية لمعايير الشريعة الأولى لرأس المال ( perpetual AT-1 sukuk) لتلبية متطلبات كفاية رأس المال لبازل III؛ وكان الباقي إصدارات شركات في مختلف القطاعات<sup>1</sup>. وخلال الفترة (2011-2017) كانت النسبة الأكبر من الشركات والهيئات شبه الحكومية المصدرة للصكوك بالسعودية تنتمي للقطاع البنكي.

وبنسبة أقل لقطاع الصناعات الكيماوية ثم قطاع العقارات، ثم قطاع الطيران إلى جانب قطاعات أخرى. وهذا التنوع في القطاعات المستفيدة من صكوك الشركات قد ميز التجربة السعودية عن باقي دول الخليج أين كانت إصدارات الشركات والهيئات شبه الحكومية في هذه الدول محصورة في عدد محدود جدا من القطاعات<sup>2</sup>.

وبغض النظر عن القطاع الذي تنتمي إليه الشركات المصدرة للصكوك؛ فإن أغلب إصدارات الشركات السعودية سواء من الصكوك أو السندات يتم إصدارها كطرح خاص، وهو طرح يقتصر على فئة معينة من المستثمرين؛ وهم المستثمرون ذوو الخبرة بعكس طرح العام. وسبب هذا التوجه يرجع إلى المرونة في متطلبات الوثائق ومتطلبات الموافقة بالنسبة للطرح الخاص. وهذا ما دفع CMA للتغاضي عن بعض المتطلبات بهدف جذب جهات الإصدار إلى طرح العام لتوفير الصكوك لفئة أكبر من المستثمرين. مع الإشارة إلى أن الشركات بإمكانها أيضا إلى جانب طرح العام والخاص إصدار الصكوك والسندات بموجب برنامج<sup>3</sup>.

ونقص الظروف العامة؛ لا يعد المشكل الوحيد الذي تعاني منه سوق صكوك الشركات بالسعودية. بل يعاني السوق من مشكل أكبر يتمثل في صغر حجمه، ولعل ذلك من الأسباب التي جعلت الحكومة تسارع في السنوات الأخيرة إلى التوجه نحو بناء منحى عائد للإصدارات الحكومية، الذي سبق وأن أشرنا لأهميته بالنسبة للمصدرين من المؤسسات شبه الحكومية وشركات القطاع الخاص التي تستخدمه كمرجع لتسعير إصداراتها. وأيضا فإن صغر حجم سوق صكوك الشركات بالسعودية؛ من الأسباب التي دفعت السلطات التنظيمية لسوق الصكوك والسندات السعودية نحو تسهيل عملية إنشاء المنشآت ذات الأغراض الخاصة التي كان السوق مفتقدا لها لسنوات طويلة، وذلك ما شكل تحديا كبيرا للشركات؛ حيث كانت تضع بالاعتبار تأثير عملية إصدار الصكوك على كافة الأصول الموجودة للشركة، أما مع إمكانية تأسيس المنشآت ذات الأغراض الخاصة فإن ذلك سيمكن الشركات من تحويل الأصول ذات الصلة بالصكوك إلى تلك المنشآت<sup>4</sup>. وهذه الإجراءات وغيرها يُتوقع أن تكون حافزا للشركات السعودية للتوجه بشكل أكبر نحو سوق الصكوك لتغطية احتياجاتها التمويلية.

<sup>1</sup> Islamic Financial Services Board (IFSB): Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017, Kuala Lumpur, Malaysia, may 2017, p: 18.

<sup>2</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, p: 54.

<sup>3</sup> السوق المالية السعودية (تداول): دليل الإدراج 2019، مرجع سابق، ص70.

<sup>4</sup> متوفر على موقع أرقام الإلكتروني: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/582100> ، 2018/11/22.

### ثانياً: المستثمرون

كما في ماليزيا يوجد نوعان من المستثمرين في سوق الصكوك السعودية هما المؤسسات والأفراد:

#### 1- المؤسسات:

**أ- الشركات:** تعد الشركات في المملكة العربية السعودية المالك الأول للصكوك والسندات المدرجة في سوق "تداول"، وذلك لسنوات عدة. حيث بلغت حصتها من إجمالي الصكوك والسندات المدرجة خلال الفترة من 2013 إلى 2019 ما نسبته 68.49%. وحسب إحصائيات CMA فإن حيازات الشركات للصكوك والسندات المدرجة قد عرفت نقلة نوعية ما بين سنة 2018 و2019، منتقلة من 15.6 مليار ريال في الربع الأول من عام 2018، تعود لـ 29 شركة، إلى 252.7 مليار ريال في نهاية عام 2019 ترجع ملكيتها لـ 44 شركة<sup>1</sup> محققة زيادة قدرها 1521%؛ أي أنها تضاعفت بخمس عشرة مرة إثر توسع الحكومة في إصداراتها خاصة منها الصكوك، والبدء في إدراج تلك الصكوك في سوق "تداول" في أبريل 2018 وهو ما أعطى فرصة لعدد أكبر من الشركات للاستثمار في الصكوك السيادية لتنويع محافظها الاستثمارية مع ضمان إمكانية تسهيل تلك الصكوك متى ما أرادوا.

**ب- البنوك:** ينشط في السعودية 24 بنكا تجاريا مرخصا (12 بنكا محليا و 12 بنكا أجنبيا)\*، منها أربعة متوافقة بشكل كلي مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>. أما باقي البنوك في المملكة فإنها تقدم مزيجاً من المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية<sup>2</sup>.

بغض النظر عن نوع البنوك؛ إسلامية كانت أو غير إسلامية فإن استثماراتها في الصكوك المصدرة سواء من قبل الشركات أو من قبل الجهات السيادية وشبه السيادية بالسعودية قد تميزت بالضعف الشديد، وذلك لعدة سنوات. ولم يتغير هذا الوضع إلا في السنوات الأخيرة؛ حيث تزايدت الحيازات من الصكوك من قبل البنوك الإسلامية، وكذا النوافذ الإسلامية بالبنوك التجارية السعودية. فقد انتقلت حيازات الأولى من 13824 مليار ريال سعودي بنهاية 2015 (ما يمثل 2.66% من إجمالي الأصول) إلى 44221 مليار ريال سعودي بنهاية 2017 (ما يمثل 7.5% من إجمالي الأصول) و 67857 مليار ريال سعودي في الثلاثي الثاني من سنة 2019 (ما يمثل 10.49% من

<sup>1</sup> هيئة السوق المالية: النشرة الإحصائية ربع السنوية العدد الثاني والعشرون - الربع الرابع لعام 2019، السعودية، ص: 15.

\* البنوك المحلية: البنك الأهلي التجاري، البنك السعودي البريطاني، البنك السعودي الفرنسي، البنك الأول، البنك السعودي للاستثمار، البنك العربي الوطني، بنك البلاد، بنك الجزيرة، بنك الرياض، مجموعة سامبا المالية (سامبا)، مصرف الراجحي، مصرف الإنماء. ( أنظر: <http://www.sama.gov.sa/ar-sa/License/Pages/SaudiBanks.aspx>، 2018/12/30).

البنوك الأجنبية: بنك الخليج الدولي، بنك الإمارات دبي الوطني، بنك البحرين الوطني، بنك الكويت الوطني، بنك مسقط، دويتشه بنك، بي إن بي باربيبا، جي بي مورقان تشيز إن أيه، بنك باكستان الوطني، بنك تي سي زراعات بانكاسي، بنك الصين للصناعة والتجارة، بنك قطر الوطني. (أنظر: <http://www.sama.gov.sa/ar-sa/License/Pages/InternationalBanks.aspx>، تاريخ الإطلاع: 2018/12/30).

<sup>2</sup> بنك البلاد، بنك الجزيرة، مصرف الراجحي، مصرف الإنماء.

<sup>2</sup> Waleed Abdulaziz Abdullah Abalkhil, Op. cit, p: 106.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

إجمالي الأصول) أما حيازات النوافذ الإسلامية من الصكوك فقد انتقلت من 37624 مليار ريال سعودي بنهاية 2015 (ما يمثل 4.7% من إجمالي الأصول) إلى 55448 مليار ريال سعودي بنهاية 2017 (ما يمثل 6.42% من إجمالي الأصول) إلى 154456 مليار ريال سعودي في الثلاثي الثاني من سنة 2019 (ما يمثل 13.97% من إجمالي الأصول)<sup>1</sup>.

والتغير الذي ميز النشاط الاستثماري للبنوك السعودية في الفترة الأخيرة هو نتيجة رغبتها في استغلال الفرصة التي أتاحتها الحكومة بإصداراتها المنتظمة للصكوك التي عرفت نشاطا كبيرا منذ سنة 2017، حيث تتلاءم الصكوك الحكومية للسعودية مع معايير الأصول السائلة عالية الجودة التي حددتها متطلبات بازل III وهذا ما شجع البنوك على الاستثمار فيها لتلبية متطلبات نسبة تغطية السيولة لبازل التي تم بدء العمل بها في جانفي 2015.

وليس الامتثال لمتطلبات بازل III هو الهدف الوحيد من استثمار البنوك في الصكوك السيادية، فبالنسبة للبنوك السعودية عامة والإسلامية منها خاصة اعتبر الاستثمار في الصكوك الحكومية وسيلة هامة لتقليل فوائض السيولة لديها الناتجة عن نقص أدوات إدارة السيولة المتاحة لديها. وهذا ما أشار إليه تقرير وكالة تومسون رويترز الذي بين أن إصدارات صكوك المملكة المحلية والدولية في 2017 أثبتت أن السوق كان في حاجة ماسة للصكوك، إلى درجة أن ودائع البنوك التي تحتفظ بها مؤسسة النقد العربي السعودي قد شهدت انخفاضًا حادًا في تسعة أشهر فقط. منتقلة من 142.8 تريليون ريال في جانفي 2017 إلى 86.9 تريليون ريال في سبتمبر من السنة نفسها مسجلة بذلك هبوطا بـ 40%<sup>2</sup>.

**ج- شركات التأمين التعاوني وإعادة التأمين:** بشكل عام تعد الصكوك جزءا من الأوعية الاستثمارية التي يجوز لشركات التأمين التعاوني السعودية الاستثمار فيها، وذلك وفقا لضوابط معينة أوضحتها اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التأمين التعاوني<sup>3</sup>.

وعكس ما عليه الحال بالنسبة لشركات التأمين التكافلي في ماليزيا من استحواذ كبير للصكوك على محافظتها الاستثمارية، نجد أن أغلب المحافظ الاستثمارية لشركات التأمين التعاوني وإعادة التأمين في السعودية عبارة عن نقد وودائع بنكية مقابل نسبة ضئيلة من الصكوك. ومرد ذلك قد يرجع لضعف عقود التأمين على الحياة وهي العقود التي تدفع شركات التأمين للدخول في استثمارات طويلة الأجل<sup>4</sup> كالصكوك.

IFSB: Prudential and Structural Islamic Financial Indicators (PSIFIs) data, available on: [https://www.ifsb.org/psifi\\_03.php](https://www.ifsb.org/psifi_03.php), 28/11/2019.

<sup>2</sup> Redha Al Ansari and Shereen Mohamed: Sukuk Revival: Thomson Reuters Sukuk Market Outlook 2018, Thomson Reuters, 12/12/2017.

<sup>3</sup> الفقرة 56: لائحة الاستثمار، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، ص: 23.

<sup>4</sup> Islamic Financial Services Board: Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018, Op. cit, p: 117.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

**د- صناديق الاستثمار:** تشير الإحصائيات المنشورة عن CMA إلى حيازة صناديق الاستثمار بما فيها الصناديق الخليجية لنحو 7.2% من الصكوك والسندات المدرجة بالسعودية بنهاية سنة 2019. وحيازات الصناديق للصكوك والسندات المدرجة قد عرفت نقلة نوعية ما بين سنة 2018 و2019، حيث انتقلت من 1.9 مليار ريال في الربع الأول من عام 2018 تعود ملكيتها لـ 17 صندوقاً إلى 25 مليار ريال بنهاية عام 2019 ترجع ملكيتها لـ 25 صندوقاً<sup>1</sup>. وهذه الزيادة هي بالتحديد زيادة في حيازات الصكوك والسندات الحكومية وذلك إثر التوسع في إصدارها والبدء في إدراجها وتداولها في أبريل 2018. وهو ما أتاح للصناديق الاستثمارية فرصة لتنويع استثماراتها في أصول مالية تتمتع بالسيولة، بعد أن كانت هذه الصناديق تتجنب الاستثمار في الصكوك والسندات الحكومية نتيجة انعدام سيولتها. والأمر نفسه بالنسبة لإصدارات الشركات التي تتجنب الصناديق الاستثمارية الاستثمار فيها نظراً لكون 95% من هذه الإصدارات غير مدرجة في السوق.

وتجدر الإشارة إلى أنه ولأول مرة في السعودية تم في سنة 2019 طرح صناديق متخصصة فقط في الاستثمار في الصكوك السيادية المقومة بالريال. وهذه الصناديق مدارة من قبل شركات الأصول والبنوك الاستثمارية العاملة في السعودية<sup>2</sup>.

بالإضافة لأنواع المؤسسات السابقة والتي في مجملها مؤسسات محلية؛ يحق للمؤسسات الأجنبية أيضاً الدخول لسوق الصكوك والسندات السعودية وذلك بشروط معينة حددتها CMA. والترخيص بدخول المستثمرين الأجانب في السوق المالية السعودية كان لأول مرة سنة 2015، وقد أعلنت CMA بأنها تسعى من وراء ذلك إلى تحقيق عدة أهداف على المدى القريب والبعيد، ومن هذه الأهداف؛ الاستفادة من خبرات المستثمرين الدوليين المتخصصين، وكذا تعزيز كفاءة السوق، وتحفيز الشركات المدرجة على تحسين مستوى الشفافية والافصاح وممارسات الحوكمة، بالإضافة إلى الرفع من مستوى البحوث والدراسات والتقييمات التي يتم إجراؤها على السوق<sup>3</sup>.

### 2- الأفراد:

حسب إحصائيات CMA فقد انتقل عدد المستثمرين الأفراد في الصكوك والسندات المدرجة من فرد واحد يملك صكوكاً وسندات بقيمة 3 مليون ريال في الربع الرابع لسنة 2017 إلى أربعة أفراد يجوزون على صكوك وسندات بقيمة 21.02 مليون ريال في الربع الأول من 2019<sup>4</sup>. وهذه الإحصائيات إنما تدل على ضعف كبير في مشاركة

<sup>1</sup> هيئة السوق المالية: النشرة الإحصائية ربع السنوية العدد الثاني والعشرون - الربع الرابع لعام 2019، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

<sup>2</sup> متوفر على موقع صحيفة الاقتصادية: [http://www.aleqt.com/2019/12/29/article\\_1736776.html](http://www.aleqt.com/2019/12/29/article_1736776.html)

<sup>3</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/Chairman-statement-on-QFI.aspx>، 2018/5/17.

<sup>4</sup> هيئة السوق المالية: النشرة الإحصائية ربع السنوية العدد الثاني والعشرون - الربع الرابع لعام 2019، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

الأفراد في سوق الصكوك والسندات. وحتى تتم معالجة هذا الضعف بالأخص فيما يتعلق بالصكوك؛ قام مكتب إدارة الدين العام في أبريل 2019 بالإعلان عن خفض القيمة الاسمية للصكوك الصادرة عن حكومة المملكة ضمن برنامج إصدار الصكوك المحلية بالريال السعودي، وذلك من مليون ريال للصك إلى ألف ريال<sup>1</sup>. وامتداد لذلك أعلنت السوق المالية السعودية (تداول) في ماي 2019 عن موافقتها على الطلب المقدم من وزارة المالية لتخفيض القيمة الاسمية للصكوك المحلية المدرجة الصادرة عن حكومة المملكة العربية السعودية وذلك لعدد 29 إصدار على أن يتم البدء في تنفيذ هذا التعديل انطلاقاً من 6 جوان 2019<sup>2</sup>.

وتعد هذه الإجراءات خطوة هامة لكسر حاجز ارتفاع القيمة الاسمية الذي كان يحول دون استثمار الأفراد في الصكوك الحكومية وهذا من شأنه إحداث تغيير كبير في حيازات الأفراد للصكوك في المستقبل القريب وهو ما يمنح الحكومة السعودية فرصة إشراك فئات أوسع من المستثمرين في عملية تمويل مشاريعها التنموية ونتيجة هذه الإجراءات بدأت تظهر بنهاية سنة 2019، حيث انتقل عدد المستثمرين الأفراد إلى 24 مستثمراً يحوزون على صكوك وسندات بقيمة 74.5 مليون ريال<sup>3</sup>. وإن كان عدد المستثمرين هذا يبقى متواضعاً، إلا أنه مع مرور الوقت وزيادة الوعي أكثر من قبل الأفراد سيؤدي ذلك إلى إحداث فارق كبير.

### المطلب الرابع: البيئة القانونية لصناعة الصكوك في السعودية

#### أولاً: الإطار القانوني العام لصناعة الصكوك في السعودية

##### 1- الإطار القانوني للتمويل الإسلامي بالسعودية

تنص العديد من الأنظمة والقوانين السعودية بوضوح على أن المملكة بلد تحكمه الشريعة الإسلامية إذ نجد على سبيل المثال: المادة 1 من النظام الأساسي للحكم؛ تصف الدولة بأنها دولة عربية إسلامية يعتمد دستورها على القرآن والسنة. كما تنص المادة 7 من النظام نفسه على أن القرآن والسنة هما المرجعان لكل أنظمة الدولة. وفي نظام

<sup>1</sup> متوفر على موقع وزارة المالية السعودية، على الرابط التالي:

[https://mof.gov.sa/DebtManagementOffice/NewsandPressReleases/Pages/News\\_25032019.aspx](https://mof.gov.sa/DebtManagementOffice/NewsandPressReleases/Pages/News_25032019.aspx) تاريخ الإطلاع: 9/2019/5.

<sup>2</sup> متوفر على الموقع الإلكتروني لتداول: <https://www.tadawul.com.sa>

<sup>3</sup> هيئة السوق المالية: النشرة الإحصائية ربع السنوية العدد الثاني والعشرون- الربع الرابع لعام 2019، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

مؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA)، تنص المادة 2 على أنه لا يجوز دفع أو قبض الفائدة. كما تنص المادة 121 من قانون الشركات على أن شركة المساهمة يجب أن تمتثل لأحكام الشريعة الإسلامية عند إصدار أدوات الدين<sup>1</sup>. ورغم كل ما سبق ذكره، نجد أن التعامل بالفائدة المحرمة شرعا وغيرها من التعاملات المالية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية يعد أمرا عاديا بالمملكة، ولا يلقى المتعاملون به أي رفضٍ من السلطات التنظيمية. وفي ذلك مخالفة واضحة للقوانين الأساسية للمملكة.

وبغض النظر عن التناقض بين التطبيق والأنظمة القانونية، فإن المملكة استطاعت من خلال ذلك أن تنشئ نظاما تتعايش فيه المؤسسات المالية التقليدية والإسلامية. وبالنسبة لهذه الأخيرة فإنها تخضع للأنظمة ذاتها التي تخضع لها المؤسسات المالية التقليدية، حيث تخضع البنوك أيا كان نوعها لنظام مراقبة البنوك لسنة 1966، وأيضا شركات التمويل تخضع لنظام مراقبة شركات التمويل لسنة 2012. وبذلك فإن السعودية من بين الدول التي لا تُفرد قوانين خاصة بالتمويل الإسلامي فهي عكس ماليزيا التي كانت حريصة كل الحرص على مراعاة الاختلافات بين التعاملات المالية التقليدية والإسلامية أثناء وضعها للقوانين والمبادئ الإرشادية.

والاستثناء الوحيد مما تم ذكره في الفقرة السابقة يتعلق بشركات التأمين، حيث لا تنشط في السعودية سوى شركات تأمين "تعاوني" أي شركات تأمين متوافقة مع أحكام الشريعة، وتخضع هذه الشركات لنظام خاص بها هو نظام مراقبة شركات التأمين التعاوني لسنة 2003 يفرض تعاملها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

### 2- الإطار القانوني لصناعة الصكوك في السعودية

**1-2 نظام السوق المالية:** يعد "نظام السوق المالية" الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 31 جويلية 2003؛ التشريع الرئيس الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها في السعودية. وقد تم إصداره بهدف تنظيم السوق المالية السعودية وتطويرها، وكذا تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة تداولاتها، ومراقبة أعمال الجهات المرخصة من قبل CMA للقيام بأعمال الأوراق المالية. كما أصدر هذا النظام بهدف حماية المستثمرين من أي ممارسات غير عادلة وغير سليمة<sup>2</sup>.

ومما تضمنه نظام السوق المالية توضيحا للأهداف والمسؤوليات الموكلة بالسوق المالية "تداول" ومركز إيداع الأوراق المالية التابع لها وCMA، وهي الجهات التنظيمية والرقابية للسوق المالي السعودي والتي سبق التعرض لها في

<sup>1</sup> Omar Al Oudah: Protecting the Rights and Interests of Sukuk Holders from The Risks of Default/Counterparty, Bankruptcy and Shari'ah Reality, Development and Challenges (Special Attention to Saudi Arabia), thesis submitted In Partial Fulfillment of The Requirements for The Degree of Doctor of Juridical Science, School of Law, Faculty of Indiana, University Maurer, November 2019, p: 19,20.

<sup>2</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/CMALaw/Pages/default.aspx>

المطلب الثاني من هذا المبحث. كما تضمن النظام توضيحا لأهداف ومسؤوليات الجهات المخولة بالفصل في منازعات الأوراق المالية، والتي سيتم التطرق لها لاحقاً\*.

وحسب نظام السوق المالية فقد تم حصر الأوراق المالية في الأنواع التالية:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.
- أدوات الدين القابلة للتداول والصادرة عن الشركات أو الحكومة، أو الهيئات العامة، أو المؤسسات العامة.
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.
- أي أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة، وأي حقوق في توزيع الأصول أو أحدهما.

وبالإضافة لهذه الأنواع الأربعة ترك النظام الحرية لمجلس CMA في اعتماد أي حقوق أو أدوات أخرى إذا رأى في ذلك حمايةً للمستثمرين أو تحقيقاً لسلامة السوق<sup>1</sup>. وذلك باعتبار أن CMA هي الجهة المسؤولة عن تنظيم السوق المالية السعودية.

ويلاحظ أن النظام لم يدرج الصكوك ضمن أنواع الأوراق المالية، ولم يذكر أيضاً السندات واستعاض عنهما بمصطلح أدوات الدين. ويفهم من ذلك أن النظام لا يفرق في التعامل بين الصكوك والسندات بالرغم من الاختلافات الجوهرية بينهما. وهذا التصنيف الذي اشتمله نظام السوق المالية الصادر سنة 2003 بقي على حاله حتى بعد إجراء تعديلات على النظام سنة 2019. بالرغم من أنها كانت فرصة لإعطاء نوع من الخصوصية للصكوك الإسلامية التي حققت زخماً كبيراً في سوق المال السعودية في السنوات الأخيرة، والتي تتطلب معاملة تشريعية مختلفة عن السندات.

**2-2 نظام الشركات:** يعتبر نظام الشركات؛ القانون الذي ينظم الشركات في المملكة، وقد تم إصداره سنة 2015 من قبل وزارة التجارة والصناعة بالمملكة العربية السعودية، وهي أحد أعضاء مجلس إدارة السوق المالية. ومن خلال هذا النظام تم تحديد كافة الأشكال التي يمكن أن تتخذها الشركات التي تؤسس بالسعودية، والتي تشمل: شركة التضامن وشركة التوصية البسيطة وشركة المحاصة وشركة المساهمة والشركة ذات المسؤولية المحدودة<sup>2</sup>. ومن ضمن هذه الشركات أعطي الحق فقط لشركات المساهمة في إصدار صكوك تمويلية أو أدوات دين قابلة للتداول<sup>3</sup> مع اشتراط مراعاة الأحكام الشرعية للدين عند إصدار وتداول أدوات الدين<sup>4</sup>. وقد أوضح النظام لشركات المساهمة الحالات التي يمكن

\* أنظر الصفحات 229-230 من هذه الدراسة.

<sup>1</sup> المادة 2: نظام السوق المالية، مجلس الوزراء بالمملكة العربية السعودية، 2003، ص: 6.

<sup>2</sup> المادة 3: نظام الشركات، وزارة التجارة والصناعة، الرياض - المملكة العربية السعودية، 2015، ص: 4، 5.

<sup>3</sup> المادة 122، المرجع السابق، ص: 47.

<sup>4</sup> المادة 121، المرجع السابق، ص: 46.

فيها تحويل أدوات الدين والصكوك المصدرة إلى أسهم وشروط ذلك، مع بعض الأحكام الأخرى. وكل هذا في المواد من 122 إلى 125.

وتجدر الإشارة إلى أن شركة المساهمة بحسب النظام هي شركة رأس مالها مقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، وهي مسؤولة وحدها عن الالتزامات والديون الناتجة عن ممارسة نشاطها<sup>1</sup>. وقد أجاز النظام للدولة والأشخاص ذوي الصفة الاعتبارية العامة والشركات المملوكة بالكامل للدولة والشركات التي لا يقل رأس مالها عن خمسة ملايين ريال، تأسيس شركة مساهمة من شخص واحد. وذلك كاستثناء لما جاء في المادة الثانية للنظام<sup>2</sup> التي وضعت حدا أدنى لعدد الشركاء في أي شركة والذي لا بد ألا يقل عن اثنين<sup>3</sup>.

**2-3 اللوائح التنفيذية لهيئة السوق المالية:** أوكل نظام السوق المالية في مادته الخامسة مهمة إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات لـ CMA<sup>4</sup>، حتى يُسهل عليها أداء وظيفتها الإشرافية والتنظيمية للسوق. وبناء عليه قام مجلس CMA بإصدار جملة من اللوائح التي تغطي مختلف الجوانب النظامية المرتبطة بسوق الأوراق المالية بالسعودية. وذلك بعد أخذ مرئيات المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص<sup>5</sup> بناء على الترخيص الذي منحها إياه نظام السوق المالية بنشر مشروع اللوائح والقواعد قبل إصدارها أو تعديلها<sup>6</sup>.

فيما يلي ذكر لأهم اللوائح التنفيذية الصادرة عن مجلس CMA والتي منها ما ينظم الأطراف ذات الصلة بسوق الصكوك والسندات بالسعودية ومنها ما ينظم أدوات الدين (الصكوك والسندات) في حد ذاتها:

**أ- اللوائح التنفيذية ذات الصلة بأطراف الصكوك والسندات بالسعودية:** وقد تم ترتيب هذه اللوائح حسب تاريخ إصدارها:

**- لائحة سلوكيات السوق:** الصادرة بتاريخ 4 أكتوبر 2004 والمعدلة بتاريخ 18 جانفي 2018 وهي تهدف إلى حماية المتعاملين في السوق من أي ممارسات أو سلوكيات غير نظامية ومن ذلك؛ التلاعب والتضليل وأيضا التداول استنادا لمعلومات داخلية.

<sup>1</sup> المادة 52، المرجع السابق، ص: 20

<sup>2</sup> المادة 55، المرجع السابق، ص: 20، 21

<sup>3</sup> المادة 55، المرجع السابق، ص: 4.

<sup>4</sup> المادة 5 (أ): نظام السوق المالية، مرجع سابق، ص: 7.

<sup>5</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Pages/default.aspx>

<sup>6</sup> المادة 5 (ب): نظام السوق المالية، مرجع سابق، ص: 8.

- **لائحة الأشخاص المرخص لهم:** الصادرة بتاريخ 28 جوان 2005 والمعدلة بتاريخ 18 سبتمبر 2017 التي تهدف إلى تبيان كافة إجراءات وشروط حصول الأشخاص المرخص لهم بممارسة أعمال الأوراق المالية - من ضمنهم أمناء الحفظ والمستشارين الماليين الذين سيتم التطرق لهم لاحقاً - على الترخيص وشروط استمرار صلاحيته، وغيرها من الأحكام المتعلقة بهذه الفئة من المتدخلين في السوق المالية<sup>1</sup>.

- **لائحة صناديق الاستثمار:** الصادرة في ديسمبر 2006 والمعدلة في ماي 2016، وتهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الاستثمار وتسجيلها وطرح وحداتها وإدارتها وعملياتها والإشراف على جميع النشاطات المرتبطة بها في المملكة<sup>2</sup>.

- **لائحة حوكمة الشركات:** الصادرة في نوفمبر 2006، والتي تم إحلالها بلائحة حوكمة شركات جديدة صادرة بتاريخ 2017/2/13. وتهدف هذه اللائحة إلى وضع إطار قانوني فعال لحوكمة الشركات، كما تهدف بصفة خاصة إلى تفعيل دور المساهمين في شركة المساهمة وتيسير ممارسة حقوقهم مع بيان اختصاصات مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية ومسؤولياتها وتفعيل دور مجلس الإدارة واللجان وتطوير كفاءتها لتعزيز آليات اتخاذ القرار في شركات المساهمة وتحقيق الشفافية والنزاهة والعدالة في السوق المالية وتعاملاتها وبيئة الأعمال وتعزيز الإفصاح فيها<sup>3</sup>.

- **لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية:** الصادرة في جانفي 2011 والمعدلة بتاريخ 20 نوفمبر 2017 التي تهدف إلى تنظيم إجراءات الترافع والتقاضي أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف بما يكفل رعاية حقوق المتعاملين في السوق كافة<sup>4</sup>.

- **لائحة وكالات التصنيف الائتماني:** الصادرة في نوفمبر 2014 وتهدف هذه اللائحة إلى تنظيم ممارسة نشاطات التصنيف الائتماني في المملكة ومراقبتها، وتحديد إجراءات وشروط الحصول على الترخيص اللازم لممارستها<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Pages/default.aspx> ، 2018/8/5.

- براق محمد، فيجل عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 482.

<sup>2</sup> متوفر على الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية، على الرابط: [https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA\\_N\\_2066.aspx](https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2066.aspx) ، 2018/8/5.

<sup>3</sup> متوفر على الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية، على الرابط: <https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/Corporate-governance.aspx> ، 2018/8/5.

<sup>4</sup> متوفر على الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية، على الرابط: [https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA\\_N\\_829.aspx](https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_829.aspx) ، 2018/8/5.

<sup>5</sup> المادة 1: **لائحة وكالات التصنيف الائتماني**، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، 2014/11/10، ص: 4. متوفر على الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية:

<https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/Credit%20Rating%20Agencies%20Regulations%20-%20Arabic.pdf>

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

باستثناء لائحة وكالات التصنيف الائتماني؛ يلاحظ أنه في السنوات الأخيرة تم إدخال تعديلات على مختلف اللوائح المذكورة سابقا. وبالتزامن مع هذه التعديلات قامت CMA باستحداث لوائح تنفيذية أخرى جديدة من أهمها: "القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة" و"قواعد الإدراج" و"قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة". وقد جاء ذلك كله في إطار الجهود المبذولة من قبل CMA لتطوير منظومة التمويل وتعزيز دوره في السوق المالية، وهو أحد محاور برنامج CMA (الريادة المالية 2020)، والذي يهدف إلى تعميق السوق المالية وزيادة دورها في تكوين رؤوس الأموال مع تطوير البنى التحتية وتعزيز استقرار السوق والرفع من مستوى الحوكمة والشفافية فيه. كما يسعى إلى الرفع من مستوى الوعي والثقافة الاستثمارية للمشاركين في السوق المالية، وتمكينهم من الوصول إلى البيانات والمعلومات المالية والاقتصادية بسهولة ويسر<sup>1</sup>.

### ب- اللوائح التنفيذية المنظمة لأدوات الدين (الصكوك والسندات):

- قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة: وهي قواعد تم إصدارها بتاريخ 27 نوفمبر 2017؛ وذلك بهدف تنظيم طرح الأوراق المالية في المملكة. ويُقصد بطرح الأوراق المالية لغرض تطبيق هذه القواعد؛ إصدار أوراق مالية. أو الدعوة للاكتتاب فيها، أو الترويج لها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. أو أي تصريح أو بيان أو اتصال يُعدّ من حيث الأثر المترتب عليه إصداراً أو بيعاً أو عرضاً للأوراق المالية<sup>2</sup>.

والأوراق المالية ضمن هذه القواعد تأخذ المعاني نفسها الموضحة لها في نظام السوق المالية التي سبق وأن تعرضنا لها. وأيضاً المعاني الموضحة في قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح CMA، والتي لا تختلف كثيراً عما جاء في نظام السوق المالية. وهذا يعني أن قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة هي الأخرى لا تولي اهتماماً لخصوصية الصكوك وتعاملها كأدوات دين مثلها مثل السندات. وهذا ما هو معمول به أيضاً في كل من القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة وقواعد الإدراج.

ولأن موضوع بحثنا عن الصكوك الإسلامية، فإننا سنستخدم أثناء عرضنا لمحتوى القواعد مصطلح "الصكوك" بدلا عن مصطلح "أدوات الدين" وذلك تقريبا للفهم فقط.

حسب ما جاء في قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة؛ فإن طرح الأوراق المالية له أشكال أربعة: عام وخاص، وطرح في السوق الموازية، وطرح مستثنى<sup>3</sup> من الخضوع لمتطلبات هذه القواعد والذي يتضمن الطرح

<sup>1</sup> متوفر على الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية، على الرابط التالي: <https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/TAR.asp>، 2018/8/8.

<sup>2</sup> المادة 1 (ب): قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، 2017/12/27، ص: 7.

<sup>3</sup> المادة 3: المرجع السابق، ص: 7-8.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

عن طريق حكومة المملكة<sup>1</sup>. وبالنسبة للصكوك فبالإمكان طرحها طرحة عاماً أو طرحة خاصاً. وقد تضمنت هذه القواعد - حسب رئيس مجلس CMA - مرونة في متطلبات طرح الصكوك والسندات، واستحداثاً لمتطلبات تنظيمية للطرح من خلال المنشآت ذات الأغراض الخاصة التي تسمح بإصدار هياكل أدوات دين مختلفة من خلال طرحها إما طرحة عاماً أو طرحة خاصاً<sup>2</sup>.

**الطرح العام للصكوك:** لطرح الصكوك طرحة عاماً تشترط القواعد أن يكون المُصدر شركة مساهمة. ويشترط عند تقديم طلب تسجيل الأوراق المالية وطرحتها؛ أن يكون قد مارس نشاطاً رئيساً بنفسه، أو من خلال واحدة أو أكثر من شركاته التابعة خلال الثلاث سنوات المالية السابقة على الأقل. كما تشترط القواعد ضرورة إرفاق طلب تسجيل الأوراق المالية وطرحتها بنشرة إصدار<sup>3</sup>.

ومن أجل تقليص الجهد والوقت وتكاليف الإصدار أتيح للمصدرين؛ الطرح العام عن طريق برنامج إصدار يطالب فيه المصدرون بإعداد نشرة إصدار واحدة فقط تغطي الحد الأعلى لقيمة الصكوك التي قد يتم إصدارها ضمن برنامج الإصدار، وفي حال موافقة CMA على نشرة الإصدار، تُطرح جميع الصكوك التي سيتم إصدارها بموجب ذلك البرنامج خلال مدة تصل إلى (24) شهراً من تاريخ اعتماد نشرة الإصدار<sup>4</sup>.

وفي كل الأحوال يطالب المصدرون بنشر نشرة الإصدار والتأكد من إتاحتها للجمهور خلال فترة لا تقل عن 14 يوماً قبل بداية الطرح<sup>5</sup>. ويجب أن تتضمن نشرة الإصدار جميع المعلومات الضرورية لتمكين المستثمر من تقييم نشاط المُصدر وأصوله وخصومه، ووضع المالى وإدارته، وفرصه المتوقعة وأرباحه وخسائره، وأن تتضمن معلومات عن عدد الأوراق المالية وسعرها، وأي التزامات وحقوق وصلاحيات ومزايا مرتبطة بها. وفي حال كان المُصدر منشأة ذات أغراض خاصة، وجب أن تتضمن نشرة الإصدار جميع المعلومات الضرورية لتمكين المستثمر من تقييم نشاط المنشأة ذات الأغراض الخاصة (SPV) وأصولها وخصومها، والراعي وأصوله وخصومه ووضع المالى، وإدارته وفرصه المتوقعة وأرباحه وخسائره، وأن تتضمن معلومات عن عدد الأوراق المالية وسعرها وأي التزامات وحقوق وصلاحيات ومزايا مرتبطة بها<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المادة 6 (أ) 1: المرجع السابق، ص: 9.

<sup>2</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/GOVERNMENT-DEBT-INSTRUMENTS.aspx>

<sup>3</sup> المادة 24 (1)، و(2)، و(3): قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، مرجع سابق، ص: 20.

<sup>4</sup> المادة 15 (ب)، المرجع السابق، ص: 21.

<sup>5</sup> المادة 34، المرجع السابق، ص: 33.

<sup>6</sup> المادة 30 (أ)، المرجع السابق، ص: 28.

وقد حدد الملحق (11) من هذه القواعد الحد الأدنى للمعلومات الواجب توفرها في نشرة إصدار الصكوك إذا لم يكن للمصدر أوراق مالية مدرجة في السوق. وفي حال كان المصدر منشأة ذات أغراض خاصة فقد حدد الملحق (11) (ب) المعلومات الواجب توفرها في نشرة إصدار أدوات الدين (الصكوك والسندات) المرتبطة بأصول<sup>1</sup>. أما أدوات الدين (الصكوك والسندات) المدعومة بأصول فلم يُخصص لها أي ملحق لتوضيح المعلومات الواجب أن تتضمنها نشرة إصدارها، وهذا من بين النقائص. حيث كان يفترض وضع ملحق خاص بذلك إلى جانب تضمين الملحق بشروط خاصة بالصكوك كضرورة تبيان مشروعيتها ضمن نشرة الإصدار، كما وجدناه عند عرضنا للتجربة الماليزية. وهو الأمر الغائب ليس فقط ضمن المعلومات الواجب توفرها في نشرات الإصدار، وإنما في القواعد كاملة. حيث لا توجد أي أحكام تهتم بالجانب الشرعي للصكوك أو للمشروع الذي توجه إليه حصيلة الاكتتاب فيها وغيرها من الأحكام الضرورية لضمان انضباط عملية طرح الصكوك مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

بالإضافة للملاحق سابقة الذكر؛ يحدد الملحق (12) من هذه القواعد الحد الأدنى للمعلومات الواجب توفرها ضمن نشرة إصدار أدوات الدين إذا كان للمصدر أوراق مالية مدرجة في السوق، على أن تظل مدرجة طوال عمليتي الطرح والإدراج<sup>2</sup>.

**الطرح الخاص للصكوك<sup>3</sup>:** يكون طرح الصكوك طرحاً خاصاً إذا لم يكن طرحاً عاماً أو مستثنى أو طرحاً في السوق الموازية. ويندرج هذا الطرح ضمن الحالات الآتية:

- **الطرح على مستثمرين ذوي خبرة:** ويكون طرح الصكوك على مستثمرين ذوي خبرة عندما يقتصر الاكتتاب في تلك الأوراق المالية على أيٍّ من الأشخاص الآتي ذكرهم:

- حكومة المملكة، أو أي هيئة دولية تعترف بها CMA، أو السوق المالية وأي سوق مالية أخرى تعترف بها CMA، أو مركز الإيداع.

- شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص.

- أشخاص مُرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص

- عملاء شخص مرخص له في ممارسة أعمال الإدارة بشروط حددتها القواعد.

<sup>1</sup> المادة 30 (د)، المرجع السابق.

<sup>2</sup> المادة 30 (هـ)، المرجع السابق.

<sup>3</sup> المواد 8، و9، و10(أ)، المرجع السابق، ص ص: 11-12.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- **الطرح المحدود:** بالنسبة للطرح المحدود فيقترن بالحالات التي يكون فيها الاكتتاب في الصكوك مقتصرًا على مئة مطروح عليه أو أقل (من غير المستثمرين ذوي الخبرة)، ويكون المبلغ المترتب على كل مطروح عليه لا يقل عن مليون ريال سعودي أو ما يعادله. كما يجوز أن يقل المبلغ المترتب على كل مطروح عليه عن مليون ريال سعودي إذا كان كامل قيمة الأوراق المالية المطروحة لا يتجاوز خمسة ملايين ريال سعودي أو ما يعادلها.

وأيا كان الطرح سواء على مستثمرين ذوي خبرة أو طرحا محدودا فإنه يتوجب على الطارح التأكد من تزويد المستثمرين بالمعلومات الكافية عن الطرح الخاص، على أن تكون تلك المعلومات صحيحة وواضحة وغير مضللة، وذلك ليتمكن المستثمرون من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على معرفة وإدراك. وفي حال حدوث أي تطورات جوهرية على الأوراق المالية المطروحة لا تلزم القواعد الطارح للأوراق المالية بإبلاغ CMA بتلك التطورات<sup>1</sup>. وهذا ما يميز الطروحات الخاصة عن العامة التي تخضع للالتزامات المستمرة.

- **قواعد الإدراج:** بالتزامن مع إصدار قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة قامت CMA بالموافقة على إصدار "قواعد الإدراج" المقترحة من قبل شركة السوق المالية السعودية "تداول". وذلك وفق الترخيص الممنوح لـ "تداول" باقتراح اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق ورفعها لـ CMA لتتولى إقرارها من قبل مجلسها<sup>2</sup>. تهدف قواعد الإدراج إلى تنظيم إدراج الأوراق المالية والالتزامات المستمرة على مصدري الأوراق المالية المدرجة، وتعليق تداول هذه الأوراق، وإلغاء إدراجها<sup>3</sup>. ولا يجوز إدراج الأوراق المالية إلا وفقا لأحكام هذه القواعد<sup>4</sup>. وحسب هذه القواعد؛ يشترط لإدراج الصكوك أن تطرح على الجمهور طرحا عاما باستثناء الصكوك الصادرة عن حكومة المملكة<sup>5</sup> التي يمكن إدراجها، وإن كانت مطروحة طرحا خاصا.

- **القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة:** هي قواعد تم إصدارها بنفس تاريخ إصدار قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة وقواعد الإدراج في 27 نوفمبر 2017، وهي تشمل 53 مادة وملحقا واحدا. وقد تم إصدارها بهدف تنظيم المنشآت ذات الأغراض الخاصة، بما في ذلك: تأسيس هذه المنشآت، وكذا الترخيص لها، وتسجيلها، وطرحها، وإدارتها، والنشاطات ذات الصلة بها والتي تمارسها بالمملكة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> المواد 13(أ)، و14، المرجع السابق، ص: 14.

<sup>2</sup> المادة 23 (أ)، و(ب): نظام السوق المالية، مرجع سابق، ص: 17-18.

<sup>3</sup> المادة 2، المرجع السابق، ص: 4.

<sup>4</sup> المادة 3 (أ)، المرجع السابق.

<sup>5</sup> المادة 3 (ب)، المرجع السابق.

<sup>6</sup> المادة 1 (أ): القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، 2017/12/27، ص: 6.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وقد أصدرت هذه القواعد وفقاً لمقتضى نظام السوق المالية لسنة 2003 الذي كلف CMA بـ "الترخيص بتأسيس منشأة ذات أغراض خاصة، وتنظيم ومراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية، وتسجيلها في السجل الخاص بها الذي تضعه الهيئة وأحكام نظام تأسيسها، وتنظيم أحكام تسجيل الأموال المنقولة إليها، بما في ذلك توثيق الحقوق عليها وحجبتها في مواجهة الغير، وإصدار القواعد المنظمة لذلك"<sup>1</sup>.

وبالرغم من أن هذا الترخيص مُنح لـ CMA منذ سنة 2003، إلا أنها لم تصدر أي قواعد لتنظيم المنشآت ذات الأغراض الخاصة إلا في سنة 2017. وقد أدى ذلك - بحسب مسؤولين في CMA السعودية - إلى مواجهة الشركات لتحديد كبير عند إصدار الصكوك، نتيجة وضعها بعين الاعتبار تأثير عملية إصدار الصكوك على كافة أصولها. وهو التحدي الذي سيتم تجاوزه بمنح التراخيص لتأسيس الشركات لمنشآت ذات أغراض خاصة؛ وهو ما يمنح هذه الشركات فرصة تحويل الأصول المتعلقة بعملية إصدار الصكوك للمنشآت ذات أغراض خاصة، وبالتالي تحويل المخاطر المرتبطة بالأصول إلى تلك المنشآت. وهو ما يسمح بحماية حقوق المستثمرين<sup>2</sup>.

ووفقاً لنظام السوق المالية السعودي؛ فإن للمنشأة ذات الأغراض الخاصة ذمة مالية وشخصية اعتبارية مستقلة، تنتهي بانتهاء الغرض الذي أسست من أجله<sup>3</sup>. وحسب القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة فإن الغرض من تأسيس المنشآت ذات الأغراض الخاصة هو إصدار أدوات الدين، ولا تصدر المنشآت الأسهم إلا لأغراض التأسيس أو لملاكها كجزء من زيادة رأس مالها وفقاً لنظامها الأساسي<sup>4</sup>.

وتشمل هياكل أدوات الدين المصدرة من المنشآت ذات الأغراض الخاصة أنواعاً ثلاثة حددتها "قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها" وهي: أدوات الدين المدعومة بأصول وأدوات دين مرتبطة بأصول وأدوات مبنية على أصول. وهذه الأخيرة تنطبق كلية على السندات التقليدية، حيث يكون فيها الراعي ملزماً تجاه حملة أداة الدين بدفع أي مبالغ مستحقة لهم بموجب أداة الدين، مع ضمان دفع رأس المال بتاريخ الاستحقاق أو قبله. إلى جانب تميز هذه الأدوات بكون العائد عليها غير مرتبط بما تحققه أصول SPV<sup>5</sup>؛ أما أدوات الدين المدعومة بأصول وأدوات الدين المرتبطة بأصول فقد تنطبق على الصكوك أو السندات. وكما سبق وأن ذكرنا فإن القواعد لا تذكر الصكوك ولا تفرد لها أحكاماً خاصة.

<sup>1</sup> المادة 5 (أ-8): نظام السوق المالية، مرجع سابق، ص: 7.

<sup>2</sup> هيئة السوق لـ "أرقام": تسهيل إصدار أدوات الدين للشركات من خلال تأسيس المنشآت ذات الأغراض الخاصة، 2018، متوفر على موقع أرقام، على الرابط التالي: <https://www.argaam.com/ar/article/articleDetail/id/582100>

<sup>3</sup> المادة 5 (د): نظام السوق المالية، مرجع سابق، ص: 8.

<sup>4</sup> المادة 7 (4): القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، مرجع سابق، ص: 8.

<sup>5</sup> هيئة السوق المالية، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، مؤرخة في: 2004/10/4م. ص: 1-2.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وأيا كانت هيكل أدوات الدين؛ تشترط القواعد أن يرعى SPV راعٍ واحد فقط<sup>1</sup>، ويشترط في الراعي في حال أصدرت SPV أدوات دين مرتبطة أو مدعومة بأصول؛ أن يكون شخصاً مرخصاً له في ممارسة أعمال الأوراق المالية ذات العلاقة بأعمال SPV، أو بنكاً محلياً، أو شركة تمويل<sup>2</sup>. وعند إصدار SPV لأدوات دين مرتبطة بأصول أو مدعومة بأصول؛ يحظر على أعضاء مجلس إدارة المنشأة تفويض أي من صلاحياتهم إلى الراعي أو أي من تابعيه، أو إلى أي شخص آخر مرتبط بالراعي أو أي من تابعيه أو متعاقد مع أي منهم، أو موظف لدى أي منهم أو يحصل على أجر من أي منهم<sup>3</sup>. وهذا لضمان عدم تداخل المسؤوليات بين الراعي و SPV، وحتى تبقى SPV بعيدة عن أي استغلال لها من قبل الراعي لمصلحه الخاصة.

إلى جانب تعيين الراعي يتوجب على كل منشأة ذات أغراض خاصة فيما يتعلق بإصدارات الصكوك المرتبطة بالأصول أو الصكوك المدعومة بأصول تعيين أمين حفظ يكون مسؤولاً عن حفظ الأوراق المالية التي تملكها SPV (إن وجدت) وحمايتها واتخاذ الإجراءات الإدارية اللازمة فيما يتصل بتلك الأوراق المالية<sup>4</sup>، مع تسجيل هذه الأخيرة بشكل منفصل باسم SPV<sup>5</sup>. ولتعيين أمين الحفظ لا بد من استيفاء جملة شروط أوضحتها الفقرة (ج) من المادة 32 من هذه القواعد. ومن ضمن الشروط المذكورة ألا يكون أمين الحفظ راعياً للمنشأة ذات الأغراض الخاصة أو تابعاً للراعي<sup>6</sup>. ووفقاً لقواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، فإنه من واجب SPV تزويد أمين الحفظ بجميع المعلومات والبيانات الضرورية لأداء مهامه<sup>7</sup>.

وفيما يخص الصكوك المدعومة بأصول والإجراءات المحددة لإبعاد SPV عن حالة الإفلاس من أجل حماية مصالح المستثمرين في هذه الصكوك؛ فإن القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة لم تكن واضحة بهذا الخصوص، حيث لم تضع مادة أو بنداً خاصاً بذلك، وإنما وضعت أحكاماً متفرقة يُفهم أن الغرض منها هو تجنب SPV من الوقوع في حالة الإفلاس كحظر تحول المنشأة وحظر اندماجها<sup>8</sup>. وعكس هذا؛ ما قام به المشرع الماليزي الذي فصل في تلك الإجراءات وفرض على SPV القيام بمنح عهود بتنفيذ متطلبات حالة "البعد عن الإفلاس" مع النص على ذلك ضمن سند العهدة. وذلك حتى يعطي إشارة طمأنينة لحملة الصكوك بأن المنشأة التي تحتفظ بأصولهم بعيدة قدر المستطاع عن حالة الإفلاس.

<sup>1</sup> المادة 28: القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، مرجع سابق، ص: 19.

<sup>2</sup> المادة 29 (2)، المرجع السابق.

<sup>3</sup> المادة 21، المرجع السابق، ص: 15.

<sup>4</sup> المادة 32 (أ)، المرجع السابق، ص: 21.

<sup>5</sup> المادة 33 (ب)، المرجع السابق، ص: 22.

<sup>6</sup> المادة 32 (ج) 1، المرجع السابق، ص: 21.

<sup>7</sup> المادة 43 (ب): قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، مرجع سابق، ص: 40.

<sup>8</sup> المادة 41: القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، مرجع سابق، ص: 30.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وشرط البعد عن الإفلاس هو من الشروط الضرورية بالنسبة للصكوك المدعومة بأصول إلى جانب شرط النقل الحقيقي للأصول الذي نجده غائبا تماما في الأحكام التي تضمنتها القواعد حول أدوات الدين المدعومة بأصول وهذا ما قد يثير مشاكل مستقبلية في حال إفلاس راعي SPV؛ حيث لا يوجد ما يحمي حملة الصكوك ويرفع يد الراعي ودائنيه من أن تظل الأصول محل التصكيك. وإن كانت القواعد قد وضعت قيودا على حقوق الراعي تجاه SPV بأن نصت على عدم جواز وجود أي مصلحة في أو مطالبات للراعي أو أي من تابعيه فيما يتعلق بأصول SPV، باستثناء المطالبات المفصّح عنها بشكل كامل ونزيه في مستندات طرح SPV<sup>1</sup>. إلا أن هذا القيد يبقى غير كاف فمن دون اشتراط النقل الحقيقي للأصول يبقى من حق الراعي ودائنيه الوصول للأصول المعنية بعملية التصكيك.

مع الإشارة إلى أن السعودية من الدول التي تعترف بالملكية التي يمتلكها طرف واحد كغيرها من الدول التي تتبنى نظام القانون المدني وبالتالي فإنه لا يمكن أن يحدث نقل لجزء من الملكية (الملكية النفعية) للشركة ذات الغرض الخاص مع ترك الجزء الآخر من الملكية (الملكية القانونية) لدى الراعي. كما يحدث في الدول التي تتبنى نظام القانون العام من خلال "نظام الترسر".

وبناء على ما سبق يمكن القول بأنه في السعودية أو في الدول التي تعتمد مثلها على القانون المدني؛ إما أن تكون ملكية الأصول المعنية بعملية إصدار الصكوك؛ كاملة للمنشئ أو أن تكون ملكية كاملة لـ SPV. ولن تمتلك هذه الأخيرة الأصول إلا إذا تم النص على إلزامية انتقال الأصول من المنشئ إلى SPV مع تحديد آليات الانتقال الذي يضمن لحملة الصكوك الوصول للأصول والتصرف فيها. وبخلاف ذلك سيكون المستثمرون بمثابة دائنين تجاه الراعي مثلهم مثل المستثمرين في السندات في علاقتهم مع المصدر.

بعد سردنا لأهم الأنظمة والقواعد التي تشكل الإطار القانوني لصناعة الصكوك في السعودية، يتبين لنا أنه بالرغم من النية المعلنة لتطوير الجانب التشريعي للصكوك بالمملكة ورغم الجهود التي بذلتها لتجسيد ذلك؛ يبقى تقنين الصكوك في السعودية في حاجة لإعادة نظر، حيث لم يراعي خصوصية الصكوك عن السندات فأوقع الكثير من الأحكام التي تعتبر من الضرورة بمكان والتي يؤدي نقصها إلى مشاكل عدة لأطراف عملية التصكيك والتي بينا بعضها فيما سبق. وهذا الواقع يتطلب من CMA في المرحلة المقبلة أن تقوم بتوفير الخصوصية الكافية لهذه الأدوات التمويلية ضمن الأنظمة والقواعد التي سبق ذكرها مع التفكير في مرحلة متقدمة في وضع قواعد خاصة بالصكوك تضبط من خلالها جميع ما يتعلق بهذه الأدوات التمويلية والاستثمارية.

<sup>1</sup> المادة 30، المرجع السابق، ص: 20.

### ثانياً: الإطار القانوني لإصدار الصكوك السيادية:

إن عملية إصدار الصكوك والسندات السيادية في السعودية لا تخضع لتشريع خاص كما هو معمول به في ماليزيا؛ وإنما تخضع لمراسيم ملكية تم إصدارها مع توجه الدولة إثر الأزمة النفطية لسنة 2014 نحو الاعتماد على الصكوك والسندات في عملية تمويل العجز في ميزانيتها العامة.

**في ديسمبر 2016** ومن خلال المرسوم الملكي بشأن الموازنة العامة للدولة لسنة 2017؛ تم تفويض وزير المالية بإصدار أدوات الدين وإصدار الصكوك بأنواعها سواء داخل المملكة أو خارجها. ولأنه في هذا الوقت لم يكن هناك تشريع خاص بالشركات ذات الغرض الخاص التي تعتبر ضرورية خاصة عند إصدار الصكوك؛ فقد أدرج هذا المرسوم ما يعتبر بمثابة استثناء قانوني، وذلك من خلال السماح لوزير المالية وفق ما يتطلبه الإصدار بتأسيس شركات داخل المملكة وخارجها وتحديد شكلها بما يخدم أغراضها التي يتم تأسيسها من أجلها<sup>1</sup>.

**وفي ديسمبر 2017**، ومن خلال المرسوم الملكي بشأن الموازنة العامة للدولة لسنة 2018؛ فقد تم السماح للأجهزة الحكومية والأمانات والبلديات، والمؤسسات العامة وما في حكمها الملحقه ميزانياتها بالموازنة العامة للدولة بإصدار أدوات دين وصكوك؛ مع توسيع التفويض السابق الممنوح لوزير المالية ليشمل هذه المرة إمكانية منح ضمانات حكومية لمختلف تلك الهيئات لدعم عملية إصدارها لأدوات الدين والصكوك. على أن يُراعى من أجل رفع كفاءة إدارة الدين العام الشرطين التاليين:

- 1- عدم إصدار الهيئات سابقة الذكر لأي نوع من أدوات الدين أو الصكوك بأنواعها أو إصدار أي ضمانات حكومية إلا بعد موافقة وزارة المالية.
- 2- ما لم تصدر موافقة خطية من وزير المالية؛ فإنه لا يتم دعم الجهات الأخرى غير الملحقه ميزانياتها بالموازنة العامة للدولة، ولا إصدار ضمانات حكومية بشأن ما تقتضيه من مبالغ، سواء من خلال الحصول على قروض أو إصدار أدوات دين وصكوك، أو أي وسيلة أخرى من وسائل الاقتراض<sup>2</sup>.

قبل إصدار أول مرسوم ملكي يتعلق بالصكوك والسندات في ديسمبر 2016، كان صندوق النقد الدولي في تقريره الخاص بالمملكة العربية السعودية والصادر في جوان 2016؛ قد أشار إلى أنه على المملكة معالجة مشكلة عدم وجود قانون شامل للدين، وذلك للسماح بزيادة الكفاءة في إدارة خصوم الحكومة ومنح الثقة لمكتب إدارة الدين في تنفيذ مهامه. على أن ينظم التشريع الخاص بالدين العام جميع جوانب الاقتراض الحكومي بتحديد سلطة الاقتراض محلياً

<sup>1</sup> المرسوم الملكي رقم: م / 29 بشأن الموازنة العامة للدولة للسنة المالية 1437 / 1438هـ، المملكة العربية السعودية، 2016 / 12/22.

<sup>2</sup> المرسوم الملكي رقم: م / 35 بشأن الموازنة العامة للدولة للسنة المالية 1439 / 1440هـ، الصادر بتاريخ 2017/12/19.

وخارجياً، وكذا إجراء المعاملات المرتبطة بالدين (كمبادلات العملات) وإصدار ضمانات القروض...<sup>1</sup>. إلا أن المملكة فضلت اللجوء لإصدار مراسيم ملكية على إصدار تشريع متكامل. ولعل السبب في ذلك هو حاجتها الملحة لمصادر تمويلية بديلة عن عائدات النفط، ما فرض عليها البحث عن حلول استعجالية بإصدار مراسيم ملكية بدلا من العمل على وضع تشريع خاص قد تطول مدة العمل عليه. وهو ما يفوت فرصا تمويلية كبيرة على الدولة. وقد توقع الصندوق أن وضع إطار قانوني قوي لإدارة الدين من شأنه أن يكون مفيدا كأداة تسويقية تصدر إشارة للمستثمرين الأجانب والمحليين بأن المملكة العربية السعودية تتجه نحو اعتماد إطار حديث لإدارة الدين<sup>2</sup>.

### ثالثا: الإطار القانوني لاستثمار/إصدار المؤسسات للصكوك الإسلامية

**1- الترخيص لشركات التأمين التعاوني بالاستثمار في الصكوك الإسلامية:** حيث جاء في لائحة الاستثمار الصادرة عن SAMA، والمخصصة لتحديد المبادئ العامة الواجب الالتزام بها من قبل شركات التأمين وإعادة التأمين عند ممارسة عمليات الاستثمار؛ أن الصكوك هي جزء من الأوعية الاستثمارية لشركات التأمين التعاوني، وهي بمثابة سندات يجوز لشركة التأمين التعاوني الاستثمار فيها بما لا يخالف ما جاء في الجدول رقم (1) من اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التأمين التعاوني<sup>3</sup>. وعند الاطلاع على هذه الأخيرة، نجد أنها اعتمدت مصطلح "السندات" دون "الصكوك" بالرغم من أن استثمارات شركات التأمين التعاوني يفترض فيها أن تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تطبيقا لما جاء في المادة الأولى من نظام مراقبة شركات التأمين التعاوني التي نصت على أن شركات التأمين بالمملكة تعمل بأسلوب التأمين التعاوني، وبما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>4</sup>. وبالنظر إلى ما جاء في الجدول رقم (1) فإنه يسمح لشركات التأمين التعاوني الاستثمار في<sup>5</sup>:

- السندات الحكومية بنسبة 20% على الأقل للتأمين العام، و10% على الأقل لتأمين الحماية والادخار.
- السندات الحكومية الأجنبية: بنسبة 5% كحد أقصى للتأمين العام، و5% كحد أقصى لتأمين الحماية والادخار.
- السندات المصدرة من شركات محلية: بنسبة 5% كحد أقصى للتأمين العام، و5% كحد أقصى لتأمين الحماية والادخار.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي: المملكة العربية السعودية: تقرير القضايا المختارة، 30 جوان 2016، ص: 26.

<sup>2</sup> المرجع السابق.

<sup>3</sup> الفقرة 56: لائحة الاستثمار، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

<sup>4</sup> المادة 1: نظام مراقبة شركات التأمين التعاوني، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 2003/07/31، ص: 2.

<sup>5</sup> الجدول رقم (1): اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التأمين التعاوني، مؤسسة النقد العربي السعودي، 2004/4/20، ص: 50.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- السندات المصدرة من شركات أجنبية: بنسبة 5% كحد أقصى للتأمين العام، و5% كحد أقصى لتأمين الحماية والادخار.

وبالإضافة لأنواع السندات (الصكوك) المذكورة آنفا تشير لائحة الاستثمار إلى أنه بإمكان شركات التأمين التعاوني الاستثمار بنسبة 20% في السندات المصدرة من شركات محلية تمتلك الحكومة فيها نسبة مؤثرة<sup>1</sup>.

ومن خلال أنواع السندات (الصكوك) المسموح لشركات التأمين الاستثمار فيها؛ يتضح أن هناك تشجيعاً لهذه الشركات للاستثمار في السندات (الصكوك) السيادية وشبه السيادية لتقليل مخاطر الاستثمار والحفاظ على أموال المشتركين.

وبصفة عامة يجب ألا تتجاوز استثمارات شركات التأمين التعاوني خارج المملكة نسبة 20%<sup>2</sup>. مع الالتزام بأن تكون استثمارات بالريال بما نسبته (50%) من مجموع الأصول المتاحة للاستثمار. وإذا رغبت الشركة في تخفيض هذه النسبة فيجب أخذ موافقة كتابية مسبقة من مؤسسة (SAMA)<sup>3</sup>.

**2- الترخيص لشركات التمويل بإصدار الصكوك الإسلامية:** حيث أجاز نظام مراقبة شركات التمويل الصادر سنة 2012؛ إصدار أوراق مالية وصكوك من قبل شركات التمويل، وذلك بما لا يخل بسلامة النظام المالي وعدالة التعاملات، وبما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ بناءً على ما تقرره لجان شرعية تختار أعضائها تلك الشركات.

وإصدار شركات التمويل للأوراق المالية والصكوك يكون حسب ما يتوافق مع أصول هذه الشركات ومركزها المالي<sup>4</sup> وبعد الحصول على خطاب من SAMA بعدم ممانعتها على الإصدار، وهو الشرط الذي وضعته اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التمويل<sup>5</sup>.

ومساندة لهذا الترخيص أصدرت SAMA سنة 2018 بعد تنسيقها مع CMA؛ تعميماً بشأن إصدار شركات التمويل لأدوات الدين من خلال المنشآت ذات الأغراض الخاصة دعوتها من خلاله للتقدم لـ CMA بطلب

<sup>1</sup> الفقرة 56: لائحة الاستثمار، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

<sup>2</sup> المادة 61: اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التأمين التعاوني، مرجع سابق، ص: 35.

<sup>3</sup> المادة 59: المرجع السابق، ص: 34

<sup>4</sup> المواد 3 و14: نظام مراقبة شركات التمويل، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 2012/7/3، ص: 4، 9.

<sup>5</sup> المادة 67: اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التمويل، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 24 / 2 / 2013، ص: 25.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

تأسيس منشأة ذات أغراض خاصة وفقا للقواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، واشترطت في ذلك أن يتم إشعار SAMA بذلك. مع وجوب الحصول على عدم ممانعة هذه الأخيرة قبل إصدار أي أداة دين من خلال SPV<sup>1</sup>.

وقد تم ذلك في إطار جهود SAMA لتمكين شركات التمويل من تنوع مصادرها التمويلية وإيجاد بديل للقروض البنكية التي تعتمد عليها لتوفير التمويل نظرا لكون هذه الشركات مؤسسات لا تقبل الودائع. حيث أشار تقرير الاستقرار المالي الصادر عن SAMA لسنة 2019؛ إلى تأثير شركات التمويل بشكل كبير بأسعار الفائدة عند حصولها على التمويل وقد أشار التقرير إلى أنه في نهاية سنة 2018 مثلت القروض نسبة 35% من إجمالي قيمة أسهم القطاع ومطلوباته بينما بلغت نسبة رأس المال 36%، أما الاحتياطات والمخصصات فقد بلغت نسبة 26%<sup>2</sup>.

**3- الترخيص لشركات التمويل بالاستثمار في الصكوك الإسلامية:** حيث منحت شركات التمويل وفقا للمادة 66 من اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التمويل؛ إمكانية استثمار النقد المتاح في خزائنها في أدوات الدين التي توافق عليها SAMA<sup>3</sup>.

**4- الترخيص لصناديق الاستثمار بالأوراق المالية، وإدراج ذلك ضمن مجالات الاستثمار التي يجوز لمديري الصناديق الدخول فيها والمحددة ضمن لائحة صناديق الاستثمار<sup>4</sup>.** واستثمار الصناديق في الأوراق المالية يتم وفقا لقيود معينة حددتها اللائحة نذكر منها على سبيل المثال: عدم جواز استثمار نسبة تفوق 10% من صافي قيمة أصول الصناديق العامة في أي فئة أوراق مالية صادرة عن مصدر واحد<sup>5</sup>، وقد وُضع لهذا القيد استثناءات محددة منها ما يتعلق بالأوراق المالية الحكومية التي تم رفع قيد الاستثمار فيها إلى 35% من صافي قيمة أصول الصناديق؛ وذلك تشجيعا للاستثمار في هكذا أوراق ومن ثم زيادةً لقدرة الدولة على حشد المدخرات المالية<sup>6</sup>.

**5- تمكين الصندوق السيادي للمملكة العربية السعودية المعروف بـ "صندوق الاستثمارات العامة" من الاستفادة من سوق الصكوك:** وهذا بعد إصدار النظام الجديد للصندوق سنة 2019 الذي أعطى هذا الأخير صلاحيات سبع لبلوغ أهدافه وأداء واجباته، من ضمنها صلاحية الاستثمار داخل وخارج المملكة مع تملك الأصول والتصرف فيها، بما في ذلك الأوراق المالية<sup>7</sup>، وأيضا صلاحية عقد القروض وغير ذلك من صور المديونية، بما في ذلك

<sup>1</sup> تعميم إصدار شركات التمويل لأدوات الدين من خلال المنشآت ذات الأغراض الخاصة، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 1440/7/26.

<sup>2</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي: تقرير الاستقرار المالي 2019، الرياض-المملكة العربية السعودية-، 2019، ص: 53.

<sup>3</sup> المادة 66: اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التمويل، مرجع سابق، الصفحة نفسها.

<sup>4</sup> أنظر: المادة 40: لائحة صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، الصادرة بتاريخ: 2006/12/24 والمعدلة بتاريخ: 2016/5/23، ص: 36.

<sup>5</sup> المادة 41 ز، المرجع السابق، ص: 38.

<sup>6</sup> المادة 41 ز (1)، المرجع السابق.

<sup>7</sup> المادة 4 (1): نظام صندوق الاستثمارات العام، مجلس الوزراء بالمملكة العربية السعودية، 2019/04/17.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

إصدار الصكوك والسندات<sup>1</sup>. وفي ذات السياق مُنح الصندوق صلاحية تأسيس منشآت ذات أغراض خاصة داخل المملكة وخارجها<sup>2</sup>.

وصندوق الاستثمارات العامة هو صندوق ذو شخصية اعتبارية عامة، يتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، ويرتبط تنظيمياً بمجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية السعودي. ومنح الصندوق الغطاء القانوني للدخول لسوق الصكوك سيعطيه فرصة تنويع مصادر تمويله، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فرصة زيادة قدرته على تمويل الاقتصاد حيث يهدف الصندوق إلى استثمار أمواله بحسب أفضل المعايير حتى يحقق عوائد يخدم بها المصلحة العامة ويساهم من خلالها في دعم تنمية البلاد اقتصادياً وتنويع مصادر دخلها، ومراعاة مصلحة الأجيال القادمة<sup>3</sup>.

### 6- الترخيص لصندوق التنمية الصناعية السعودي بإصدار الصكوك، وأيضاً الاستثمار فيها: وذلك بعد

آخر تعديل مس النظام الأساسي للصندوق سنة 2019 الذي منحه صلاحية إصدار الصكوك والسندات، شريطة الاتفاق في ذلك مع وزارة المالية<sup>4</sup>. وأيضاً صلاحية امتلاك الأموال سواء المنقولة منها أو العقارية وبيعها ورهنها<sup>5</sup>. وقد مُنح الصندوق هذه الصلاحيات ليتمكن من الاستفادة من سوق الصكوك في إطار توجهه نحو توسيع نطاق دعمه ليشمل قطاعات أخرى غير القطاع الصناعي؛ بتقديم حزمة جديدة من المنتجات التمويلية التي تلي احتياجات القطاع الخاص في مجالات الصناعة والتعدين والطاقة والخدمات اللوجستية المدرجة تحت برنامج تطوير الصناعة الوطنية، والخدمات اللوجستية الذي يهدف لأن تكون المملكة العربية السعودية منصة صناعية ولوجستية مميزة<sup>6</sup>.

والصندوق بحسب ما جاء في آخر تعديل لنظامه الأساسي؛ يتمتع بشخصية اعتبارية عامة واستقلال مالي وإداري، ويرتبط تنظيمياً بصندوق التنمية الوطني<sup>7</sup>.

### 7- الترخيص للمستثمرين الأجانب بالدخول لسوق الصكوك السعودية: لتنظيم دخول المستثمرين

المؤسساتيين الأجانب للسوق المالي السعودي تم إصدار "القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة" وذلك لأول مرة في 2015. وقد تم تعديل القواعد في عام 2016م ثم في عام 2018م ومؤخراً في جوان 2019م، وذلك في إطار النهج التدريجي المتبع لتحرير السوق المالي.

<sup>1</sup> المادة 4 (4)، المرجع السابق.

<sup>2</sup> المادة 4 (2)، المرجع السابق.

<sup>3</sup> المواد 2، و3، المرجع السابق.

<sup>4</sup> المادة 3 (9): نظام صندوق التنمية الصناعية السعودي، مجلس الوزراء بالمملكة العربية السعودية، المعدل بتاريخ: 2 جويلية 2019.

<sup>5</sup> المادة 3 (8)، المرجع السابق.

<sup>6</sup> موقع صندوق التنمية الصناعية السعودي: <https://www.sidf.gov.sa/ar/AboutSIDF/Pages/AboutUs.aspx>

<sup>7</sup> المادة 1: نظام صندوق التنمية الصناعية السعودي، مرجع سابق.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

وبحسب القواعد؛ تشمل المؤسسات المؤهلة - لكي تأخذ صفة "مستثمر أجنبي مؤهل" - كلا من البنوك وشركات التأمين وشركات الوساطة والأوراق المالية والجهات الحكومية والهيئات التابعة لها\*، وكذا صناديق الاستثمار<sup>1</sup>. ويجب على هذه المؤسسات أن تكون مؤسسة في دولة تطبق معايير تنظيمية ورقابية مماثلة للمعايير التي تطبقها CMA أو مقبولة لديها<sup>2</sup>، وأن يكون لهذه المؤسسات أصول تحت الإدارة لا تقل عن 1.875 مليون ريال سعودي (أو ما يعادلها)، وتستثنى من هذا الشرط الجهات الحكومية والهيئات التابعة لها<sup>3</sup>.

وبالنسبة لقيود الاستثمار فإنه لا يجوز للمستثمر الأجنبي المؤهل تملك 10% أو أكثر من الصكوك والسندات القابلة للتحويل الخاصة بالمصدر. وباستثناء المستثمرين الاستراتيجيين الأجانب<sup>4</sup>، لا يجوز امتلاك أكثر من 49% مما تم إصداره بشكل إجمالي من قبل المستثمرين الأجانب بجميع فئاتهم سواء المقيمين منهم أو غير المقيمين<sup>4</sup>.

وبخصوص المستثمرين الأجانب غير المقيمين الذين لا تنطبق عليهم شروط التأهيل؛ فبإمكانهم الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة عن طريق اتفاقيات المبادلة أو صناديق الاستثمار<sup>5</sup>. أما فيما يخص مواطني دول مجلس التعاون الخليجي وغير السعوديين المقيمين فإنهم غير معنيين بهذه القواعد فهم يعاملون نفس معاملة السعوديين؛ حيث يحق لتلك الفئات الاستثمار بشكل مباشر في الأوراق المالية المدرجة وفقاً للضوابط التي تضعها هيئة السوق المالية<sup>6</sup>.

### رابعاً: الإطار القانوني لعمل الأطراف المساعدة في عملية التصكيك بالسعودية

#### 1- المستشار المالي والمستشار القانوني:

هم أشخاص تفرض قواعد طرح الأوراق المالية تعيينهم من قبل المصدرين للصكوك كطرح عام، وذلك في حالات معينة بينها المادة 21 من الباب الرابع الخاص بالطرح العام. ووفقاً لهذه القواعد يجب أن يكون المستشار المالي للمصدر حاصلًا على ترخيص من قبل CMA في ممارسة أعمال الترتيب، وكذلك في ممارسة أي أعمال أوراق مالية

\* المؤسسات التابعة للجهات الحكومية: يُقصد بها البنوك المركزية والصناديق الاستثمارية - بما في ذلك الصناديق السيادية والصناديق التي تأخذ شكل صناديق التقاعد والأوقاف - المملوكة بالكامل بشكل مباشر أو غير مباشر لجهة حكومية. (أنظر:

<https://cma.org.sa/RulesRegulations/FAQ/Pages/FAQs.aspx>).

<sup>1</sup> المادة 6 أ (1): القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، الصادرة بتاريخ 2015/5/4 والمعدلة بتاريخ 2019/6/17، ص: 6

<sup>2</sup> المادة 6 (2)، و(3)، المرجع السابق، ص: 6، 7.

<sup>3</sup> المادة 6 ب (1)، المرجع السابق، ص: 7

<sup>4</sup> المستثمر الاستراتيجي الأجنبي: هو الشخص الاعتباري الأجنبي الذي يرغب بتملك حصة استراتيجية في الشركات المدرجة. (أنظر:

<https://cma.org.sa/MediaCenter/PR/Pages/Foreign-Strategic-Investor.aspx>).

<sup>4</sup> المادة 14 أ (1) و(2)، المرجع السابق، ص: 16

<sup>5</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/FAQ/Pages/faq113.aspx>

<sup>6</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/FAQ/Pages/faq120.aspx>

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

أخرى تكون ذات صلة بالخدمات التي اتفق مع المُصدر على تقديمها<sup>1</sup>. أما المستشار القانوني فيتوجب أن يكون مرخصاً في ممارسة المهنة في المملكة<sup>2</sup>. وهو يتولى مهمة تقديم الاستشارات القانونية سواء المتعلقة بالقانون السعودي، أو القانون الإنجليزي أو قانون الاختصاصات القضائية الأخرى (عند الحاجة)، وصياغة نشرة الإصدار، ووثائق المعاملات، والمستندات الأخرى ذات الصلة<sup>3</sup>.

### 2- المنشأة ذات الأغراض الخاصة (SPV) :

هي منشأة مؤسسة ومرخص لها بإصدار أدوات دين من CMA بموجب القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، وتتمتع بالذمة المالية والشخصية الاعتبارية المستقلة، وتنتهي المنشأة بانتهاؤ الغرض الذي أسست من أجله، وذلك وفقاً للقواعد والأحكام التي تصدرها CMA<sup>4</sup>.

### 3- وكيل أو مفوض عن حملة الصكوك:

بغرض حماية المستثمرين في الصكوك تفرض قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة تعيين وكيل أو مفوض يمثل حملة الصكوك، مع ضرورة تضمين ذلك في النظام الأساسي للمنشأة ذات الأغراض الخاصة<sup>5</sup>.

### 4- أمين الحفظ :

هو شخص يخصص له بموجب لائحة الأشخاص المرخص لهم للقيام بنشاطات حفظ الأوراق المالية<sup>6</sup>.

### 5- الراعي:

الشخص المسؤول عن رعاية المنشأة ذات الأغراض الخاصة (SPV) وفقاً لأحكام القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة<sup>7</sup>.

### 6- وكالات التصنيف الائتماني:

بموجب لائحة وكالات التصنيف الائتماني يُحظر على أي شخص ممارسة نشاطات التصنيف الائتماني في المملكة (أو تقديم نفسه على أنه وكالة تصنيف ائتماني مرخص لها) ما لم يكن مرخصاً له من CMA<sup>8</sup>. وبناءً عليه

<sup>1</sup> المادة 22: قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، مرجع سابق، ص: 18.

<sup>2</sup> المادة 23، المرجع السابق، ص: 19.

<sup>3</sup> السوق المالية السعودية (تداول): دليل الإدراج 2019، مرجع سابق، ص: 73.

<sup>4</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/Market/SPEs/Pages/default.aspx>

<sup>5</sup> المادة 51 (هـ): قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، مرجع سابق، ص: 44.

<sup>6</sup> هيئة السوق المالية: قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، مرجع سابق، ص: 6.

<sup>7</sup> المرجع السابق، ص: 11.

<sup>8</sup> المادة 4: لائحة وكالات التصنيف الائتماني، مرجع سابق، ص: 5.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

قامت هذه الأخيرة في 31 ديسمبر 2015 بمنح ترخيص لشركة وكالة سمة للتصنيف - تحت التأسيس - لممارسة نشاطات التصنيف الائتماني، وهي أول شركة تصنيف ائتماني سعودية محلية. وتلا ذلك منح ترخيص لشركة Standard & Poor's في 17 أكتوبر 2016 ليتم بعدها في 2017 منح ترخيص لكل من شركة فيتش في 10 أبريل 2017 وشركة Moody's في 31 جويلية 2017<sup>1</sup>.

والملاحظ على لائحة وكالات التصنيف الائتماني هذه أنها لم تتضمن أي مادة تفرض فيها إشراك وكالات التصنيف الائتماني في عملية إصدار الأوراق المالية. ورغم ذلك فإن الشركات المصدرة للصكوك غالباً ما تفضل تصنيف إصداراتها لجعلها أكثر جاذبية. كما يلاحظ على هذه اللائحة أنها حصرت التصنيف الذي تقدمه الوكالات في التصنيف الائتماني فقط، وهذا يمكن تطبيقه على الأوراق المالية التقليدية أما المنتجات المالية الإسلامية كالصكوك فينبغي أن يؤخذ في الاعتبار عند تصنيفها؛ جودتها الشرعية<sup>2</sup>.

### 7- المحاسب القانوني:

تفرض القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة في حال إصدار المنشأة ذات الأغراض الخاصة (SPV) لأدوات دين تعيين محاسب قانوني مرخص له في ممارسة مراجعة الحسابات في المملكة مع تحديد مكافآت المحاسب ومدة تعيينه، وأيضاً إجراءات عزله وتضمين ذلك كله ضمن النظام الأساسي للمنشأة ذات الأغراض الخاصة<sup>3</sup>.

### 8- الجهات المختصة في الفصل في منازعات الأوراق المالية

أ- التقاضي: وفق ما نصت عليه المادة الخامسة والعشرون من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، فإن منازعات الأوراق المالية تخضع لاختصاص جهات التقاضي التالية:

- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: وهي اللجنة المختصة في الفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، ولوائح هيئة السوق المالية، وقواعد وتعليمات سوق تداول؛ سواء فيما يتعلق بالحق العام أو الخاص. ولهذه اللجنة جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكاوى أو الدعاوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود، وإصدار القرارات، وفرض العقوبات، والأمر بتقديم الأدلة والوثائق<sup>4</sup>. كما يدخل في اختصاصات اللجنة النظر في التظلم من القرارات أو الإجراءات الصادرة عن CMA، أو سوق تداول التي أدت إلى إحداث خسائر للمستثمرين بسبب مخالفة نظام السوق المالية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa>

<sup>2</sup> Omar Al Oudah, Op. cit, p: 123.

<sup>3</sup> المادة 38: قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، مرجع سابق، ص: 27.

<sup>4</sup> المادة 25 (أ): نظام السوق المالية، مرجع سابق، ص: 18

<sup>5</sup> المادة 25 (ج)، المرجع السابق، ص: 19

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

ويتكون أعضاء اللجنة من مستشارين قانونيين متخصصين في فقه المعاملات والأسواق المالية؛ يشترط أن تكون لديهم الخبرة في القضايا التجارية، والمالية، والأوراق المالية. وتعيين أعضاء اللجنة يتم بقرار من مجلس CMA لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. وحتى تكون هناك مصداقية لقرارات اللجنة؛ اشترط نظام السوق المالية على ألا يكون لأعضاء اللجنة أي مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة، أو صلة قرابة حتى الدرجة الرابعة بأصحاب الشكوى أو الدعوى المرفوعة أمام اللجنة<sup>1</sup>.

**– لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية:** بعد صدور قرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية يصبح بالإمكان استئناف تلك القرارات لدى لجنة الاستئناف، وهي هيئة مكونة من ثلاثة أعضاء يمثلون كلا من: وزارة المالية ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء. تتولى اللجنة وفقاً لتقديرها تأكيد أو رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، بناءً على المعلومات الثابتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل، وإصدار القرار الذي تراه مناسباً في موضوع الشكوى أو الدعوى، وتعد قرارات لجنة الاستئناف نهائية<sup>2</sup>.

وبالنظر إلى ما تم ذكره في نظام السوق المالية عن اللجنتين يتضح لنا أنه قد أوكلت لهما مهمة الفصل في منازعات الأوراق المالية جميعها دون إشارة إلى وجود معاملة خاصة للفصل في منازعات الأوراق المالية المتطابقة مع أحكام الشريعة الإسلامية كالصكوك. وما إذا كانت القرارات الصادرة عن اللجنتين بخصوص المنازعات المتعلقة بهذه الأوراق المالية؛ ستتخذ بناءً على أحكام القانون المدني أو أحكام الشريعة الإسلامية. وهذا من شأنه إثارة مخاوف المستثمرين من هضم حقوقهم في حال ما إذا وقع أي نزاع وتم إخضاعه لمبادئ غير المبادئ الإسلامية.

**ب- الحلول البديلة لتسوية المنازعات:** عند رغبة أطراف النزاع المرتبط بالصكوك الإسلامية في إيجاد حلول أسرع لفض نزاعاتها بإمكانها اللجوء للتحكيم أو للوساطة من خلال "المركز السعودي للتحكيم التجاري". وهو مركز يلتزم بتقديم خدمات سريعة لبدائل تسوية المنازعات مستوحاة من الشريعة الإسلامية. وهو منشأة غير ربحية تم تأسيسها في أبريل 2014، ويتم تشكيل مجلس إدارتها بأمر من رئيس مجلس الوزراء، ولا يكون أيٌّ من أعضاء مجلس إدارة المركز عاملاً في وظيفة حكومية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المادة 25 (ب)، المرجع السابق، ص: 18.

<sup>2</sup> المادة 25 (ز)، المرجع السابق، ص: 19.

<sup>3</sup> متوفر على موقع المركز السعودي للتحكيم التجاري: <https://sadr.org/about-scca?lang=ar>

## المطلب الخامس: البيئة الضريبية لصناعة الصكوك في السعودية

إن الصكوك الإسلامية في السعودية - ولسنوات طويلة- لم تحظ بمعاملة ضريبية خاصة كما حظيت بها مثيلتها في ماليزيا، بالرغم مما لهذه المعاملة من أثر كبير في زيادة اتساع حجم التعامل بهذه الأدوات المالية. ولعل التماطل في اتخاذ خطوات إيجابية في هذا المجال من قبل الحكومة السعودية إنما مرده للوفرة المالية التي كانت تتمتع بها البلاد، والتي جعلتها تغض الطرف عن المطالبات بمعاملة ضريبية خاصة بالصكوك اقتداءً بباقي الدول، ومع توجه الحكومة بعد الأزمة النفطية نحو سوق الصكوك الإسلامية لتغطية حاجاتها التمويلية زادت المطالبات بمعالجة الجانب الضريبي للصكوك لتوسيع أكبر لسوق الصكوك في المملكة. وكان من ضمن مبادرات برنامج الريادة المالية 2020 الذي وُضع سنة 2016 من قبل CMA؛ العمل مع الجهات الحكومية لمعالجة آلية احتساب الزكاة حتى يتم تحفيز الإصدار والتداول<sup>1</sup>. إلا أن التغيير لم يحدث إلا في السنتين الأخيرتين، حيث تمت معالجة قضايا ضريبية هامة متعلقة بالصكوك الإسلامية بما من شأنه زيادة زخم التعامل بها في السوق المالية السعودية في الفترة المقبلة. حيث تم ما يلي:

**في سنة 2018:** تم إعفاء المبالغ المدفوعة لنقل الأصول بشكل مؤقت من ضريبة القيمة المضافة التي تم البدء في تطبيقها بالسعودية سنة 2018، كون هذه الضريبة تُفرض على توريد السلع، بينما نقل ملكية الأصول دون أن يكون المقصود منه حيازة المتلقي لتلك الأصول بصفة دائمة يُخرج عملية النقل حسب اللائحة التنفيذية لضريبة القيمة المضافة من كونها توريداً منفصلاً لسلع. وهذا ما يحدث بشكل كثير في بعض الهياكل من الصكوك كالإجارة على سبيل المثال حيث تُنقل الأصول بشكل مؤقت من المنشئ إلى الشركة ذات الغرض الخاص مع الاتفاق على إعادة بيعها إلى المنشئ مرة أخرى لذلك لا يعتبر تحويل الأصول توريداً لسلع. وينطبق هذا بالنسبة للتحويل الأول للأصول وكذلك بالنسبة للتحويل الثاني. وبناء على ذلك فإن المبالغ المدفوعة لنقل الأصول بالإضافة إلى أقساط الإيجار الدورية غير معنية بضريبة القيمة المضافة<sup>2</sup>.

**وفي سنة 2019** ولتشجيع الاستثمار في الصكوك أُتخذت الإجراءات التالية<sup>3</sup>:

1- خصم الاستثمارات في الصكوك أياً كانت هيكلتها من وعاء الزكاة الخاص بالمستثمرين. وهو الإجراء نفسه المتخذ بالنسبة للسندات.

2- خصم الاستثمارات في الصكوك التي تصدرها وزارة المالية محلياً بالريال السعودي من وعاء الزكاة الخاص بالمستثمرين، حيث تتحمل الدولة الزكاة المترتبة عن الاستثمار في هذه الأدوات.

<sup>1</sup> هيئة السوق المالية: برنامج الريادة المالية 2020، المملكة العربية السعودية، 2016، ص: 11.

<sup>2</sup> الهيئة العامة للزكاة والدخل: ضريبة القيمة المضافة: الدليل الإرشادي الخاص بالتمويل الإسلامي، 2018، ص: 31.

<sup>3</sup> - القرار الوزاري رقم (2218) المتعلق بضوابط تحمل الدولة الزكاة وضريبة الدخل المترتبة على الاستثمار في الصكوك والسندات الحكومية، الهيئة العامة للزكاة والدخل، المملكة العربية السعودية، 2019/3/14، ص: 1، 3.

- قواعد حساب زكاة أنشطة التمويل، الهيئة العامة للزكاة والدخل، المملكة العربية السعودية، 2019، ص: 4.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

3- إعفاء المستثمرين في الصكوك التي تصدرها وزارة المالية محليا بالريال السعودي من دفع ضريبة الدخل على صافي عوائد هذه الأدوات وتحمل الدولة دفع هذه الضريبة عنهم.

ويسري تحمل الدولة للزكاة وضريبة الدخل في العنصرين (2) و(3) على الصكوك والسندات على حد سواء بدءاً من 1 جانفي 2019، على أن يتوقف ذلك بالنسبة للسندات في 1 جانفي 2020، ويستمر بالنسبة للصكوك المصدرة ضمن برنامج إصدار الصكوك الحكومية بالريال السعودي.

ومقابل خصم الاستثمارات في الصكوك من وعاء الزكاة الخاص بالمستثمرين؛ يقع على عاتق المصدرين تسديد الزكاة على الأموال المتأتية من إصدارهم للصكوك والسندات أي كانت هيكلتها<sup>1</sup>.

- الإعفاء من ضريبة الدخل؛ المكاسب الرأسمالية المحققة من التخلص من الأوراق المالية المتداولة في سوق "تداول" على أن يكون ذلك التصرف وفقاً لما حددته اللائحة التنفيذية لنظام ضريبة الدخل<sup>2</sup>. وهذا الإعفاء يشمل فقط المستثمرين المقيمين، أما غير المقيمين فإنهم يخضعون لضريبة استقطاع بنسبة 5% على أرباحهم الرأسمالية الناتجة عن بيعهم للأوراق المالية<sup>3</sup>. مع الإشارة إلى أن هذا الإعفاء هو موجود منذ سنوات ويتعلق بالأوراق المالية بأنواعها، وليس مرتبطاً فقط بالصكوك.

<sup>1</sup> قواعد حساب زكاة أنشطة التمويل، المرجع السابق، ص: 3.

<sup>2</sup> المادة 10: نظام ضريبة الدخل، الهيئة العامة للزكاة والدخل، المملكة العربية السعودية، الصادر في: 2004/3/7 والمعدل بتاريخ 2018/3/28، ص: 13، 14.

<sup>3</sup> متوفر على موقع هيئة السوق المالية: <https://cma.org.sa/RulesRegulations/FAQ/Pages/faq115.aspx>

### خلاصة الفصل:

بعد استعراض التجربتين الماليزية والسعودية في العمل بالصكوك الإسلامية، أصبح بالإمكان استنتاج أهم دعائم نجاح سوق الصكوك الإسلامية التي لا بد أن يضعها المسؤولون الجزائريون نصب أعينهم عند تطبيقهم للصكوك الإسلامية حتى يحققوا أكبر استفادة من هذه الأدوات المالية. ويمكن تلخيص أهم هذه الدعائم في النقاط التالية:

- وجود إرادة سياسية قوية لتطوير سوق الصكوك الإسلامية، تُترجم في شكل أهداف محددة وقابلة للقياس، وتُسخر من أجل تحقيقها جهود جميع الجهات التي لها سلطة القرار ولها صلة مباشرة أو غير مباشرة بسوق الصكوك. وهذا ما لمسناه في التجربة الماليزية، وهو ما أحدث التغيير الكبير في سوق الصكوك السعودية.

- توفّر جهات تنظم وتراقب العمل بالصكوك الإسلامية، وتسهر على تهيئة البيئة الملائمة لنمو العمل بهذه الأدوات.

- توفّر مؤسسات مالية ومصرفية إسلامية نشطة. حيث تؤدي هذه المؤسسات أدوارا هامة جدا في سوق الصكوك سواء بتدخلها المباشر بالإصدار والاستثمار؛ أو بتدخلها غير المباشر بلعب دور الوسيط كأن تكون مستشارًا رئيسيًا للإصدارات أو متعهد تغطية أو صانع سوق.

- توفّر بيئة مناسبة في شتى النواحي (التنظيمية، والقانونية، والشرعية، والمحاسبية...) لنشاط المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية. وأي قصور في ذلك، سيؤدي إلى عرقلة نشاط هذه المؤسسات، وهو ما ينعكس بالسلب على صناعة الصكوك.

- الدخول في اتفاقات مع المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية على المستوى الدولي.

- الاهتمام بتخريج الكفاءات وتدريب المهنيين في مجال الصكوك الإسلامية والمالية الإسلامية بصفة عامة.

- تشجيع الابتكار في الصكوك الإسلامية بما يسمح لجميع القطاعات في الدولة بالاستفادة من هذه الأدوات المالية.

- توفّر سوق مالي نشط.

- تهيئة البيئة القانونية المناسبة للعمل بالصكوك الإسلامية بالاعتناء بكل من:

- القوانين التي تحكم عمل الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك: بتحديد أدوار ومسؤوليات هذه الجهات فيما يتعلق بالتعاملات والمتعاملين بالصكوك الإسلامية. وأهم هذه القوانين: قانون هيئة السوق المالية وقانون البنك المركزي.

## الفصل الثالث تجارب الصكوك الإسلامية

- القوانين واللوائح التي تحكم العمل في السوق المالية بصفة عامة وما لها صلة بذلك، وعلى رأسها قانون السوق المالية وقانون الشركات.
  - القوانين واللوائح والمبادئ التي تنظم العمل بالصكوك: خلال مختلف مراحلها، وبمختلف أنواعها. ويشترط في هذه القوانين مراعاة خصوصية الصكوك وتمييزها عن باقي الأدوات المالية، إما بأن تكون هذه القوانين خاصة فقط بالصكوك، وهو الأفضل. أو بإفراد مواد خاصة تتعلق بالصكوك ضمن القوانين التي تضبط تعاملات الأوراق المالية باختلافها.
  - القوانين واللوائح والمبادئ التي تحكم مختلف المتدخلين في سوق الصكوك: سواء كانوا مصدرين حكوميين أو مؤسسيين؛ أو كانوا مستثمرين بما في ذلك الأفراد؛ أو كانوا وسطاء كوكالات التصنيف الائتماني والشركات ذات الغرض الخاص. ومن خلال تلك القوانين يُمنح المتدخلون الغطاء القانوني لعملهم في السوق. ويُوضح دور ومسؤولية كل واحد منهم وحدود تدخله.
  - توفير المعاملة الضريبية المناسبة التي تقضي على أي معاملة ضريبية تفضيلية للسندات على الصكوك. مع منح حوافز ضريبية لأنواع معينة من العقود أو لفئات معينة من المصدرين والمستثمرين، وذلك بما يخدم التوجهات الاقتصادية للدولة.
  - جعل البيئة التنظيمية والقانونية والضريبية للعمل بالصكوك الإسلامية جاذبة لجميع فئات المصدرين والمستثمرين المحليين والأجانب. ولهذا أثر كبير على زيادة كفاءة سوق الصكوك.
- ومحصلة ما تم استخلاصه من هذا الفصل هو أن نجاح العمل بالصكوك الإسلامية على ضوء التجريبتين الماليزية والسعودية يتطلب توافر مؤسسات مالية ومصرفية إسلامية متنوعة ونشطة، سوق مالي أولي وثانوي ببنية تحتية متينة، جهات تنظيمية ورقابية لها كافة الصلاحيات للإشراف على سوق الصكوك وتطوير العمل بهذه المنتجات المالية، شركات تصنيف ائتماني، ومؤسسات مختصة في فصل النزاعات وغيرها من المؤسسات التي تعمل كأطراف مساعدة للمصدرين والمستثمرين في الصكوك الإسلامية. وإلى جانب ذلك يتطلب نجاح الصكوك مصدرين (قوى العرض) ومستثمرين (قوى الطلب) متنوعين، وبيئة قانونية مناسبة. وجميع هذه المتطلبات لا يمكن توفيرها دون وجود إرادة سياسية قوية لتطوير سوق الصكوك الإسلامية.

الفصل الرابع: الصكوك

الإسلامية أدوات تمويل

وإستثمار في الاقتصاد

الجزائري

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### تمهيد:

على إثر انهيار أسعار النفط سنة 2014؛ باتت العديد من دول العالم تعاني من مشاكل عميقة في اقتصاداتها خاصة منها الدول المنتجة والمصدرة للنفط، وذلك نتيجة تراجع إيراداتها من المحروقات التي تعتبر مصدرها التمويلي الأول، إن لم نقل الوحيد كما هو الحال في الجزائر. وهذا الوضع أدى إلى انتقال الموازين المالية لهذه الدول من حالة الفائض إلى حالة العجز، كما أدى إلى تراجع معدلات نموها، وإلى تآكل حجم احتياطياتها من النقد الأجنبي.

والتداعيات الخطيرة للأزمة النفطية، وضعت هذه الدول أمام تحد كبير ألا وهو تنويع اقتصاداتها بما يضمن لها توفير مصادر مالية مستدامة، بعيدة عن قطاع النفط وإيراداته المتقلبة. ولتتمكن هذه الدول من تحقيق ذلك؛ وقع على عاتقها ضخ أموال ضخمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية في مختلف القطاعات الاقتصادية. ولكي تستطيع توفير هذه الأموال باتت تتسابق لاقتناص أفضل الفرص التمويلية الموجودة على الساحة المالية.

ومن الفرص التمويلية الهامة التي كانت وجهت العديد من دول العالم حتى غير النفطية منها، سوق الصكوك الإسلامية التي أثبتت قدرتها على اجتذاب رؤوس الأموال من خلال تجارب العديد من الدول على رأسها ماليزيا. ومن أبرز الدول التي توجهت نحو هذه السوق إثر الأزمة النفطية؛ المملكة العربية السعودية التي استطاعت أن تجعل لها موطئ قدم في السوق بل وتصبح ثاني أكبر مصدر للصكوك في العالم.

وحتى تستطيع الجزائر اللحاق بركب الدول المستفيدة من سوق الصكوك لامتنعاص آثار الصدمة النفطية التي عصفت باقتصادها؛ يتطلب ذلك منها تهيئة البيئة المناسبة لدمج هكذا أدوات في نظامها المالي، سواء على مستوى النظام المالي الإسلامي ككل الذي تعتبر الصكوك أحد أجزائه، أو على مستوى سوق الصكوك في حد ذاتها كما تبين لنا من خلال دراسة التجريبتين الماليزية والسعودية اللتان اعتنيتا بصورة متفاوتة بالمستويين وعلى كافة الجوانب التنظيمية، والقانونية، والمحاسبية، والضريبية، والإجرائية....

ولاستشراف سبل تهيئة بيئة مناسبة لدمج الصكوك الإسلامية؛ سنقف في هذا الفصل على واقع صناعة التمويل الإسلامي في الجزائر وما تحتاجه لتكون داعما لسوق الصكوك الإسلامية. هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى سنستعرض أهم الأطراف المتدخلة في سوق الصكوك حال تأسيسه والعقبات التي ستعترضها للتمكن من تحديد المتطلبات والإجراءات الواجب اتخاذها لرفع تلك العقبات. وسنسترشد في ذلك كله بما تم التوصل إليه من نتائج نظرية وتطبيقية في الفصول السابقة.

وعلى هذا الأساس، تم تقسيم هذا الفصل للمباحث التالية:

**المبحث الأول:** صناعة التمويل الإسلامي في الجزائر.

**المبحث الثاني:** مقترح لأهم الأطراف المشاركة في سوق الصكوك بالجزائر.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

المبحث الثالث: البيئة القانونية المقترحة لصناعة الصكوك في الجزائر.

### المبحث الأول: صناعة التمويل الإسلامي في الجزائر

في الجزائر لا يوجد نظام مالي مزدوج شق منه إسلامي وشق آخر تقليدي كما في ماليزيا، وإنما هو نظام مالي واحد يجمع بين التعاملات المالية التقليدية والتعاملات المالية الإسلامية دون تفريق بينها. وبداية التعاملات المالية الإسلامية في الجزائر كانت في مطلع التسعينات من القرن الماضي. وهو ما يعني أن عمر الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر قد شارف على إنهاء عقده الثالث وهي فترة حققت فيها الصناعة المالية الإسلامية على المستوى العالمي تقدما وازدهارا كبيرا، في حين بقيت في الجزائر تُراوح مكانها.

وحتى نتعرف أكثر على واقع صناعة التمويل الإسلامي في الجزائر، ونحدد على إثر ذلك العقبات التي حالت دون تقدمها، وسبل رفع هذه العقبات؛ قمنا بتقسيم هذا المبحث للمطالب التالية:

**المطلب الأول: الإطار العام لصناعة التمويل الإسلامي في الجزائر.**

**المطلب الثاني: الإطار القانوني لصناعة التمويل الإسلامي في الجزائر.**

### المطلب الأول: الإطار العام لصناعة التمويل الإسلامي في الجزائر

لقد كانت انطلاقة العمل المالي الإسلامي رسميا بالجزائر سنة 1991، وذلك مع بدء نشاط أول بنك إسلامي وهو بنك البركة الجزائري بشراكة جزائرية بحرينية. وقد تلا ذلك في 2006 تأسيس أول شركة تأمين تُقدم خدمات تكافلية وهي شركة سلامة للتأمينات، ليتم بعدها في 2008 تأسيس ثاني بنك إسلامي هو بنك السلام بشراكة جزائرية إماراتية. وفي 2009 تم افتتاح أول نافذة إسلامية ببنك تجاري وهو بنك "الخليج الجزائر" الكويتي، ليقوم بالشيء ذاته بنك تجاري آخر وهو بنك ترست الجزائر وذلك في 2013.

وعليه فإن المؤسسات الناشطة في الصناعة المالية الإسلامية بالجزائر تُحتزل في بنكين ونافذتين إسلاميتين إلى جانب شركة تأمين تكافلي وحيدة مع غياب كلي لشركات إعادة التأمين التكافلي. وإلى جانب غياب شركات إعادة التأمين التكافلي تغيب كليا صناديق الاستثمار الإسلامية والصكوك الإسلامية التي تعتبر من أهم فروع صناعة التمويل الإسلامي.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

ومقابل المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية المذكورة في الفقرة السابقة، ينشط في الجزائر (18) بنكا تجاريا و(9) مؤسسات مالية و(14) مؤسسة تأمين تقليدي\* بالإضافة لمعيد وحيد للتأمين<sup>٥</sup> وصندوق استثمار (هيئة توظيف جماعي) وحيد<sup>٥</sup>.

وبحسب إحصائيات سنة 2015 فإن أصول المالية الإسلامية بالجزائر تقدر بـ 2.516 مليار دولار أمريكي، وهي بذلك لا تمثل سوى 0.18% من إجمالي الأصول المالية الإسلامية العالمية<sup>1</sup>. وهذه النسبة الضعيفة لا تعكس على الإطلاق فرص الاستثمار في الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر.

وقد لوحظ في السنوات الثلاث الأخيرة ظهور بعض التحركات نحو تشجيع التعاملات المالية الإسلامية لاستقطاب رؤوس الأموال الموجودة خارج الدائرة المصرفية، وذلك رغبة من الدولة في التخفيف من الآثار التي خلفتها الصدمة النفطية لسنة 2014 على مواردها المالية. وأهم هذه التحركات تشجيع بنك الجزائر البنوك العمومية سنة 2017 على فتح نوافذ إسلامية - كما أشرنا إلى ذلك في الفصل الثاني-، وإعقاب ذلك في نوفمبر 2019 بوضع إطار قانوني لعمل هذه النوافذ. وهو تحرك كان ينبغي تمييزه إذا ما تم في السنوات الأولى من بداية عمل البنوك الإسلامية بالجزائر؛ أما وقد جاء بعد ما يقارب الثلاثين سنة من ذلك وبعد أن انتظرت البنوك الإسلامية مطولا رفع العراقيل التي تواجهها خاصة بوضع قانون خاص بها - لا تشريع لنوافذ إسلامية- فإن ذلك إن دل على شيء إنما يدل على استمرار تماطل السلطات الجزائرية في إيجاد حلول حقيقية لتأخذ صناعة المالية الإسلامية المكانة التي تستحقها بالبلاد.

ومن الأدلة الأخرى على استمرار تماطل السلطات الجزائرية التصريح الذي أفاد به رئيس الوزراء أمام البرلمان في أواخر سبتمبر 2017 من أن ثلاثة بنوك عمومية ستقدم خدمات مالية إسلامية بحلول نهاية العام، مع توسيع العملية لتشمل أربعة بنوك أخرى في عام 2018<sup>2</sup>، وهو التصريح الذي لم يجد أي أثر على أرض الواقع لحد الآن بنهاية سنة 2019. والشيء نفسه بالنسبة لمشروع إنشاء هيئة وطنية للرقابة الشرعية الذي حُطط لتنفيذه بحلول نهاية عام 2017<sup>3</sup> إلا أنه لم يرى النور بعد. وكذلك بالنسبة للصكوك الإسلامية، حيث صرح وزير المالية في فيفري 2017 عن بدأ

\* تشمل الآتي:

- 4 شركات تأمين عمومية هي: الوطنية للتأمين، الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، الجزائرية للتأمين الشامل، التأمين على المحركات.
- 8 شركات خاصة وتشمل: الجزائرية للتأمينات، الدولية للتأمين وإعادة التأمين، ترست الجزائر، العامة للتأمينات المتوسطة، أليانس للتأمينات، أمانة للتأمينات، أكسا للتأمينات، الجزائرية للحياة.
- تعاونيتين للتأمين هما: التعاونية الجزائرية لتأمين عمال التربية والثقافة (MAATEC) والصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA).
- ٥ الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR).

٥ شركة الاستثمار المالي "SICAV CELIM"

<sup>1</sup> The Banker: Top Islamic Financial Institution -special report-, London -United Kingdom, November 2015, p: 10.

<sup>2</sup> Oxford business group: Algeria develops Islamic finance to attract investment and deepen banking penetration, 31/10/2017. Article Available On: <https://oxfordbusinessgroup.com/news/1%E2%80%99alg%C3%A9rie-d%C3%A9ploie-son-offre-de-finance-islamique-afin-d%E2%80%99attirer-les-investissements-et>

<sup>3</sup> Ibid.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

التحضير لإصدار سندات حكومية غير ربوية مدتها 3 سنوات وأخرى مدتها 5 سنوات في حدود أفريل أو ماي من نفس السنة<sup>1</sup>، وها هي سنة 2019 ستنتضي ولم يتم إصدار أي سندات من هذا النوع.

وهذا الواقع للصناعة المالية الإسلامية بالجزائر يخالف بالكلية ما وجدناه في كل من ماليزيا والسعودية أين تم الاعتناء -بشكل متفاوت- بكافة فروع الصناعة المالية الإسلامية من بنوك إسلامية وشركات تأمين تكافلي وصكوك وصناديق إسلامية، وأين تنشط المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية بشتى أنواعها جنبا إلى جنب مع نظيرتها التقليدية مع وجود مجال للمنافسة بين كلتا الفئتين. بل تحظى المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية بتشجيع أكبر مما خدم تجربة الصكوك في كلتا الدولتين نظرا لما لهذه المؤسسات من أدوار هامة جدا على مستوى سوق الصكوك بتدخلها المباشر أو غير المباشر فيه كما تم تبياناه في الفصل السابق.

وحتى لا يستمر حال الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر، على هذا النحو؛ لا بد أن نقف على مختلف المعوقات التي تواجه هذه الصناعة لنتمكن من تحديد سبل تجاوزها. ومن أهم المعوقات ما ذكرناه سابقا من تماطل المسؤولين الجزائريين وغياب إرادة التغيير لديهم، وإلى جانب ذلك تعاني الصناعة المالية الإسلامية من معوقات أخرى نستعرض جزءا منها فيما يلي:

### أولا: غياب التخطيط لتطوير الصناعة المالية الإسلامية:

منذ بدأ العمل المالي الإسلامي بالجزائر لم تضع الدولة أي خطة سواء على المدى القريب أو البعيد لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، وهو ما جعل الارتجالية عنوان القرارات المتخذة في هذا المجال طيلة السنوات الماضية وما تسبب في مراوحة الصناعة مكانها. وهذا عكس ما وجدناه في التجربتين الماليزية والسعودية، حيث وضعت كل دولة منهما خطة لتطوير الصناعة المالية الإسلامية ضمن استراتيجيتها المتعلقة بتطوير القطاع المالي ككل. وعلى هذا الأساس لا بد على السلطات الجزائرية اتخاذ الإجراءات التالية:

- تشكيل "لجنة تطوير صناعة المالية الإسلامية": مكوّنة من ممثلين عن كل من البنك المركزي والمديرية العامة للخزينة ووزارة الشؤون الدينية ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) وغيرها من الجهات التنظيمية والرقابية ذات الصلة بالصناعة، إضافة إلى مديري المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية النشطة في السوق، مع إشراك حقوقيين ورجال أعمال وأساتذة متخصصين في الاقتصاد الإسلامي. وتتولى اللجنة المهام التالية:

<sup>1</sup> قروض سنديّة بدون فوائد قريبا، فيفري 2017، الموقع الإلكتروني للمديرية العامة للضرائب -<https://www.mfdgi.gov.dz/archive-nov-2019/index.php/ar/medias-et-presse-2/articles-de-presse/1143-2017-22017>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- دراسة كافة العقبات المتعلقة بصناعة التمويل الإسلامي بفروعها المختلفة (صيرفة إسلامية، تأمين تكافلي، صكوك، صناديق استثمار إسلامية)، مع تحديد سبل تذليل تلك العقبات.
- وضع خطة استراتيجية واضحة المعالم وبعيدة المدى لتطوير الصناعة تصل مدتها لـ 10 سنوات.
- تحديد الجهات المسؤولة عن تحقيق كل هدف من الأهداف الاستراتيجية للخطة.
- نشر مخرجات عمل اللجنة: لكي تكون هناك شفافية لا بد من نشر "الخطة الاستراتيجية لتطوير الصناعة المالية" لتكون واضحة للجميع ولكي تسهل عملية الرقابة على تنفيذ ما جاء فيها.
- متابعة تنفيذ الخطة: حيث لا بد أن تحرص السلطات الجزائرية على متابعة ومراقبة عملية تنفيذ الخطة بشكل مستمر، مع الحرص على إصدار تقارير دورية يتم فيها رصد مختلف الإنجازات ومستوى التقدم في تحقيق الأهداف المسطرة، وكذلك تمكين الجميع من الوصول لهذه التقارير.

### ثانيا: الجهل بمبادئ المالية الإسلامية:

يعد الجهل بمبادئ المالية الإسلامية أمرا يشمل المسلمين عموما والجزائريين من بينهم، حيث توجد فئة منهم تعتبر المالية الإسلامية ضربا من ضروب التحايل كما تنظر إلى بعض السلبيات التي لا تخلو منها أي تجربة لاسيما في بداية الطريق وتعمل على تضخيمها، والحكم من خلالها على كل التجربة بالفشل أو القدرح في مصداقيتها وأهدافها<sup>1</sup>؛ وهو ما يمثل عائقا أمام تطور المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية النشطة في الساحة، وأيضا أمام تبني أي أداة مالية إسلامية (كالصكوك وصناديق الاستثمار الإسلامية) وإدماجها وتطويرها بالشكل الصحيح.

ويتطلب تحطّي عائق الجهل بمبادئ المالية الإسلامية جهدا على مستويين: مستوى الإصلاح الذاتي بالتخلص من كل ما قد يشوب المسار من نقائص أو شبهات، ومستوى التوعية العامة ومحو أمية الزبائن الذين ليست لهم ثقافة شرعية ومالية للتغلب على ما يعترضهم من ملامسات حول المعاملات المالية الإسلامية<sup>2</sup>.

### ثالثا: غياب هيئة استشارية شرعية مركزية:

إن غياب هيئة استشارية شرعية مركزية يؤدي إلى عدم وجود معايير موحدة تضبط عمل مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية، وهذا يحدث تضاربا في الآراء وهو ما يزيد من تفاقم أزمة الثقة التي تعاني منها أساسا مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية بالجزائر. وما يثير الشك في أي منتج مالي "إسلامي" جديد على السوق. والحل يكون بتأسيس هيئة استشارية شرعية مركزية وهو ما سنفصله أكثر من خلال المطلب الموالي.

<sup>1</sup> عبد الرزاق معازية: أدوات التمويل الإسلامي وإمكانية إدماجها في القطاع المصرفي الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار-عنازة-، 2017-2018، ص: 119.

<sup>2</sup> المرجع السابق، الصفحة نفسها.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### رابعا: قلة الموارد البشرية المؤهلة:

معظم الكوادر البشرية المتاحة حاليا ذات تكوين تقليدي، أما تكوينها الشرعي فهو ضعيف جدا، وهو ما يمثل عائقا أمام تطور المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية النشطة في الساحة، وأيضا أمام تبني أي أداة مالية إسلامية (كالصكوك وصناديق الاستثمار الإسلامية) وإدماجها وتطويرها بالشكل الصحيح الذي يقدم الخدمات بكفاءة ويحافظ على الهوية الخاصة بهذه الأداة. وفي أحسن الأحوال إن توفرت الموارد البشرية المؤهلة فإن ذلك يكون على مستوى الكم لا الكيف المطلوب الذي يجمع بين علمي التمويل والفقه الإسلامي. وهذا رغم إدخال تخصص الاقتصاد الإسلامي وما يشمله من تمويل ومصارف إسلامية في الجامعات الإسلامية، وكذلك اشتغال بعض البرامج الدراسية في مسار الليسانس والماستر على مقاييس تتعلق بالتمويل والمصارف الإسلامية وبالتأمين التكافلي وبالاقتصاد الإسلامي في بعض الجامعات الجزائرية، فضلا عن المورد البشري المؤهل القادم من خارج الوطن، والذي استفاد من تربصات وتكوينات بمؤسسات وجامعات لها باع كبير وتاريخ طويل في المعاملات المالية الإسلامية. وقد ترتب على مشكلة قلة الموارد البشرية المؤهلة بشكل عام في المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية بروز عدد من الآثار السلبية منها:

- 1- **عدم المصداقية مع العملاء:** حيث تتأثر بمدى اقتناع العاملين بفكرة التمويل الإسلامي.
  - 2- **عدم تطوير العمل بالمؤسسات المالية الإسلامية:** نتيجة عدم إمكانية ابتكار وتطوير منتجات وأدوات مالية إسلامية تلبي احتياجات المتعاملين المتزايدة من المنتجات المصرفية الإسلامية من جهة، ومن جهة أخرى مواجهة المنافسة القوية مع البنوك التقليدية.
  - 3- **انخفاض مستوى الخدمة المقدمة للزبائن.**
  - 4- **عدم القدرة على تسويق المنتجات** ومن ثم انخفاض حجم الأعمال مما ينعكس على الربحية، حيث يتطلب تسويق تلك المنتجات الاستيعاب الكامل لها شرعيا ومصرفيا من جانب من يسوقها.
  - 5- **انعدام الثقة بالمؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية** نتيجة شعور الزبائن بعدم جدية الالتزام بالضوابط الشرعية من قبل الموظفين، وعدم التزامهم بالضوابط الشرعية ما هو إلا نتيجة عدم الإلمام بالخطوات الشرعية لتطبيق المنتجات المالية الإسلامية.<sup>1</sup>
- وحتى يتم تجاوز هذا العائق لا بد من العمل على تكوين كوادر بشرية مؤهلة علميا وعمليا في مجال المالية الإسلامية، ولكي يتم ذلك لا بد من القيام بالآتي:
- إنشاء معاهد متخصصة في المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 121-122. بتصرف

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- فتح تخصصات المالية الإسلامية على مستوى دراسات ما بعد التدرج كما هو معمول به في بعض جامعات الوطن.

- تأسيس بنك الجزائر مؤسسة متخصصة في البحوث المتعلقة بالمالية الإسلامية على غرار الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (ISRA) التي قام بتأسيسها البنك المركزي الماليزي، لتتولى جمع الآراء الشرعية والفتاوى إلى جانب إجراء دراسات حول القضايا المعاصرة في التمويل الإسلامي، مع توفير منصة تسمح بتقارب الممارسين والعلماء والمنظمين والأكاديميين في كل من البيئة المحلية والدولية من خلال إجراء بحوث وحوارات فيما بينهم<sup>1</sup>.

- إدخال معهد التكوين البنكي لبرامج تدريب وتأهيل مهني خاصة بموظفي البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، حيث تكون هذه البرامج موازية للبرامج التي يقدمها المعهد منذ سنوات طويلة لموظفي البنوك والمؤسسات المالية التقليدية. ونخص بالذكر في هذا السياق البرنامج المتعلق بشهادة مهنيي السوق المالي، وكذا شهادة الدراسات ما بعد التدرج في تخصص الهندسة المالية.

نشير هنا إلى أن المعهد قام في 2018 بتوقيع مذكرة تفاهم مع المعهد الدولي للبحوث والتدريب (IRTI) للتعاون في تنمية قدرات التمويل الإسلامي. وبموجب هذه المذكرة تم في السنة نفسها تنظيم ورشتي عمل مشتركة لموظفين من وزارة المالية وبنك الجزائر وعدد من البنوك التقليدية والإسلامية، فكانت الورشة الأولى بعنوان "مقدمة نحو الاقتصاد الإسلامي والمصارف والتمويل الإسلامي في الجزائر"، وعنونت الثانية بـ "التنظيم والإشراف على البنوك الإسلامية". وبالإضافة إلى ذلك تم تنظيم دورة تدريبية تحت عنوان "إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية"، ومن ضمن ما تناولته الدورة بعض أنواع الصكوك كأداة تستخدمها بعض الدول لإدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية<sup>2</sup>.

وللعلم فإن معهد التكوين البنكي هو عبارة عن مؤسسة غير ربحية أنشئت سنة 1998، وهدفها الأساس هو تلبية احتياجات البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية سواء التقليدية منها أو الإسلامية من حيث التدريب والتأهيل المهني لموظفيها<sup>3</sup>.

- قيام المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية الناشطة بالجزائر بفتح مراكز تكوين وتدريب تابعة لها، وهي خطوة ضرورية تؤديها هذه المؤسسات لتأهيل الموارد البشرية العاملة في القطاع المالي الإسلامي، ولتوفير كفاءات جديدة تلبي مختلف حاجيات هذا القطاع حاضرا ومستقبلا، وذلك على غرار ما قام به البنك الإسلامي

<sup>1</sup> Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op. cit, p: 80.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي للمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (IRTI) : <https://irti.org/?s=ABEF>

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لمعهد التكوين البنكي : <https://ifb.dz/a-propos/creation/>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

للتنمية بجدة عند إنشائه للمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب. وهنا نشير إلى أن بنك البركة الجزائري قد كانت له مبادرة في هذا المجال حيث قام سنة 2015 بإنشاء معهد للبحوث والتدريب في المالية الإسلامية IRFFI بأموال وقفية وذلك بهدف تقديم دورات تكوينية وتدريبية في مختلف المجالات المتعلقة بالمالية الإسلامية<sup>1</sup>. وهذه المبادرة الحسنة لبنك البركة الجزائري يُنتظر أن تتبعها مبادرات مماثلة.

– عقد شراكات بين المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية ومخابر البحث المتخصصة في المالية الإسلامية بالجامعات الجزائرية، وهذا من شأنه الرفع من قدرات الكوادر العاملة في هذه المؤسسات على حل المشاكل التي تعترضها من خلال الاستفادة من مخرجات أبحاث المخبر. كما من شأن ذلك أن يفتح آفاقا جديدة لمختلف العاملين في هذه المؤسسات من خلال مساهمة كافة المستجدات البحثية المتعلقة بالمعاملات والمنتجات المالية الإسلامية في الساحة الإقليمية والدولية.

وفي الوقت الذي تسمح فيه هذه الشراكات برفع مستوى التأهيل لدى كوادر المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية، فهي أيضا تسمح برفع مستوى مخرجات المخابر البحثية بتقريبها أكثر من الواقع الذي تعيشه المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية ومشاكلها ومتطلباتها. وبذلك تصبح الأبحاث عملية أكثر منها نظرية وهو ما يفتح مجالاً للإبداع والابتكار عكس ما هو حاصل حاليا حيث نجد معظم الأبحاث المقدمة في الندوات والمؤتمرات أو المنشورة في المجالات يغيب فيها الإبداع فهي قريبة من بعضها البعض وفيها الكثير من التكرار.

– إنشاء مكاتب الخبرة والاستشارات المتخصصة في المالية الإسلامية، فلحد الساعة هناك شبه غياب لهذه المكاتب. حيث تنشط في الساحة مؤسسة وحيدة هي مؤسسة داعم للاستشارة والتدريب DAIM Consult & Training. هي شركة جزائرية متخصصة في الاستشارات والتدريب المتعلق بالتمويل الإسلامي، هدفها الرئيس هو دعم تطوير صناعة التمويل الإسلامي في الجزائر ومساعدة اللاعبين الجدد على اختراق هذا السوق، وأيضاً جميع أولئك الذين يعملون بالفعل في هذا القطاع من النشاط. والمؤسسة تتكون من خريجين ومتخصصين محليين ودوليين من ذوي الخبرة في الخدمات المالية الإسلامية، وهي شريك لكل من IRTI, AAOIFI, CIBAFI<sup>2</sup>.

ووجود مؤسسة استشارة وحيدة يعد أمراً غير كاف على الإطلاق خاصة في المرحلة القادمة إذا ما بدأ العمل بالصكوك الإسلامية وتوسّع العمل المالي الإسلامي بصفة عامة بالجزائر، حيث يتطلب ذلك فتح مكاتب

<sup>1</sup> – موقع معهد (IRFFI)، على الرابط التالي: <http://www.irffi-dz.com/Qui-somme-nous>، تاريخ الإطلاع: 2018/2/9.

– موقع بنك البركة الجزائري، على الرابط التالي: <https://www.albaraka-bank.com/faq>، تاريخ الإطلاع: 2018/2/14.

<sup>2</sup> موقع مؤسسة داعم، على الرابط التالي: [www.daim-dz.com](http://www.daim-dz.com)، تاريخ الإطلاع: 5 جانفي 2018.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

استشارة أخرى يتمكن من خلالها مختلف الفاعلين في القطاع من الاستفادة من دعم وخبرات الهيئات الإقليمية والدولية المهتمة بتطوير العمل المالي الإسلامي.

يضاف للمعوقات المذكورة فيما سبق؛ الآتي:

- غياب الاستقرار السياسي والاقتصادي في البلاد.
- المنافسة غير المتكافئة مع مؤسسات الصناعة المالية التقليدية.
- غياب سوق مالي إسلامي يمنح مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية قناة تصرف من خلالها فوائض السيولة التي يجوزتها.

وإضافة لما سبق تواجه الصناعة المالية الإسلامية بالجزائر عراقيل لا تقل أهمية عما تناولناه في هذا المطلب، وهي تلك العراقيل ذات الصلة بالجانب القانوني، وسيتم تفصيلها من خلال المطلب الموالي.

### المطلب الثاني: الإطار القانوني لصناعة التمويل الإسلامي في الجزائر

تتبنى الجزائر نظاما قانونيا يمزج بين القانون المدني والشريعة الإسلامي، حيث تنص المادة الأولى من القانون المدني على أن القانون يسري على جميع المسائل التي تتناولها نصوصه وإن لم يوجد نص تشريعي، يتوجب أن يحكم القاضي بمقتضى مبادئ الشريعة الإسلامية...<sup>1</sup>

وقد سبق لنا وأن ذكرنا في الفصل السابق أن البلدان ذات الأنظمة المختلطة القائمة على القانون المدني والقانون الإسلامي أقل مرونة في إدخال تغييرات على قوانينها القديمة، وهو ما يعيق تطور التمويل الإسلامي<sup>2</sup>، عكس البلدان ذات الأنظمة القانونية المختلطة القائمة على كل من القانون العام والقانون الإسلامي. كما ذكرنا أن التجارب أثبتت أن الإطار القانوني له علاقة مباشرة بحجم الأصول المالية الإسلامية المتداولة، فأينما توفرت البيئة المصرفية والمالية على الإطار القانوني المناسب لنشاط المالية الإسلامية، كان هناك نمو قوي للأصول المالية الإسلامية. وهذا هو المبدأ الذي سارت عليه ماليزيا، أما في الجزائر فمنذ سنوات طوال والمؤسسات المالية الإسلامية تخضع للقوانين ذاتها التي تُطبَّق على المنظومة المالية والمصرفية التقليدية. حيث خضعت البنوك الإسلامية في البداية لقانون النقد والقرض رقم 90-10

<sup>1</sup> المادة 1: القانون المدني، الجزائر، 2007، ص: 1.

<sup>2</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, pp: 26-27.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

الصادر بتاريخ 14 أبريل 1990 وبعدها بسنوات أصبحت البنوك الإسلامية تخضع للأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض والصادر بتاريخ 26 أوت 2003، المعدل والمتمم بموجب الأمر رقم 10 - 04 الصادر بتاريخ 26 أوت 2010 والقانون رقم: 17 - 10 المؤرخ في: 11 أكتوبر 2017، وهذا الأمر ألغى بالكلية قانون النقد والقرض رقم 90-10 وحل محله. أما بالنسبة لشركة سلامة وهي الشركة الوحيدة التي تقدم خدمات التأمين التكافلي في الجزائر فهي خاضعة للأمر رقم 95 - 07 المتعلق بالتأمينات والمؤرخ في 25 جانفي 1995، المعدل والمتمم بالأمر رقم 06 - 04 الصادر بتاريخ 20 فيفري 2006. وجميع القوانين المذكورة آنفا لا تراعي بأي حال من الأحوال خصوصية العمل المالي الإسلامي، وهو ما أوقع المؤسسات المالية الإسلامية بالجزائر في الكثير من العراقيل التي حالت دون تطورها.

ونتيجة لما سبق؛ كانت هناك مطالبات حثيثة طويلة الفترة السابقة من قبل الخبراء والمختصين في المالية الإسلامية بضرورة تطوير البيئة القانونية بما يلائم العمل المالي الإسلامي، غير أن كل تلك المطالبات لم تلقى آذانا صاغية من قبل المسؤولين الجزائريين وقد استمر الحال كذلك إلى أن تم إصدار أول إطار قانوني خاص بالمعاملات المصرفية الإسلامية بتاريخ 4 نوفمبر 2019 وهو النظام رقم 18-02 المتضمن قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية من طرف المصارف والمؤسسات المالية. وبعدها بأقل من شهرين تم تضمين قانون المالية لسنة 2020 المؤرخ في 11 ديسمبر 2019 بأول اعتراف قانوني بالتأمين التكافلي وذلك من خلال المادة 103 المتممة لأحكام الأمر 95 - 07 بموجب المادة 203 مكرر<sup>1</sup>.

وإصدار النظام رقم 18-02 أو المادة 203 مكرر يعني أن هناك جهدا بات يبذل على الصعيد الحكومي لتحسين البيئة القانونية لعمل المؤسسات المالية الإسلامية، وهو جهد يباركه كل مهتم بهذا المجال، غير أن هذا لا ينفي إطلاقا القول بأن الجهد المبذول لحد الآن يبقى غير كاف بالنظر إلى ما شاب مخرجاته من نقائص، نورد بعضا منها فيما يلي:

1- إصدار "نظام" وليس "قانون" خاص بقواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية، وإن كان له إيجابية من حيث أنه يسمح للجهات التنظيمية والرقابية بإلغاء أو تعديل القواعد القانونية بشكل أسرع من أجل مواكبة التطورات في هذا المجال، إلا أن ذلك ينطوي في نفس الوقت على جوانب سلبية؛ حيث يشير التقنين بموجب

---

<sup>1</sup> المادة 103: القانون رقم 14/19 المتضمن لقانون المالية لسنة 2020 المؤرخ في 11 ديسمبر سنة 2019 المتممة لأحكام المادة 203 من الأمر رقم 95 - 07 المتعلق بالتأمينات والمؤرخ في 25 جانفي 1995، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 81، الصادر بتاريخ 30 ديسمبر 2019. ص: 38. التي جاء نصها كما يلي: "تنتم أحكام الأمر رقم 07/95... بالمادة 203 مكرر كما يأتي:

"المادة 203 مكرر: يمكن لشركات التأمين كذلك إجراء معاملات تأمين على شكل تكافل.

التأمين التكافلي هو نظام تأمين يعتمد على أسلوب تعاقد يخطر فيه أشخاص طبيعويون و/أو معنويون يطلق عليهم اسم "المشاركون"، ويشرع المشاركون الذين يتعهدون بمساعدة بعضهم البعض في حالة حدوث مخاطر أو في نهاية مدة عقد التأمين التكافلي، بدفع مبلغ في شكل تبرع يسمى "مساهمة"، وتسمح المساهمات المدفوعة على هذا النحو بإنشاء صندوق يسمى "صندوق المشاركين" أو "حساب المشاركين"، وتتوافق العمليات والأفعال المتعلقة بأعمال التأمين التكافلي مع مبادئ الشريعة الإسلامية التي يجب احترامها."

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

التنظيم إلى رغبة السلطات في وضع تنظيم شكلي لا يمس أسس قانون النقد والقرض، كما يمتنع على القضاة والمتنازعين الرجوع إلى المناقشات التمهيدية التي من الممكن عرضها أمام البرلمان في حالة الإصدار في شكل قانون، وهو ما يؤثر على تفسير النصوص القانونية من جهة والاكتفاء بالتفسير الإداري أو الحكومي عوض التفسير بالرجوع لعرض الأسباب والأعمال التمهيدية من جهة ثانية<sup>1</sup>.

2- النظام وضع لتنظيم عمل النوافذ الإسلامية المفتوحة أو التي ستفتح على مستوى البنوك والمؤسسات المالية التقليدية عكس المطلوب والمأمول وهو وضع تنظيم قانوني يضبط نشاط البنوك الإسلامية بحد ذاتها.

3- عدم تبيان نوع الهيئة المكلفة بمنح شهادة مطابقة للمنتجات المالية المقدمة من طرف النوافذ الإسلامية، حيث ذكرت المادة الرابعة من النظام 18-02 أن هذه الهيئة هي "هيئة وطنية مؤهلة قانوناً" دون تفصيل لهايتها فضلاً عن شروط استقلاليتها ومؤهلات أعضائها... إلخ. هذا عدا أن التأكد من مشروعية المنتجات المالية المقدمة كما وضحته المادة ذاتها مقتصر على مرحلة إطلاق المنتج المالي، في حين أن المطلوب أن تكون هناك رقابة شرعية طويلة فترة العمل بالمنتج المالي المقدم.

4- النظام اختصر الأحكام الخاصة بـ "المنتجات التشاركية" في 12 مادة فقط، وبذلك تم إغفال الكثير من القضايا الهامة، وقد أشار النظام أنه بالإضافة لتلك الأحكام ومالم يتم النص على خلاف ذلك فإن "المنتجات التشاركية" تخضع للأحكام القانونية والتنظيمية المتعلقة بالبنوك والمؤسسات المالية. وهي القوانين ذاتها التي تسببت في عرقلة المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية بالجزائر طيلة السنوات السابقة، وهذا يعني استمرار معاناة هذه المؤسسات من عراقيل قانونية طالما انتظرت إزاحتها. ومن بين هذه العراقيل ما سنذكره فيما يلي:

- حصر أدوات إعادة التمويل من بنك الجزائر بصفته الملجأ الأخير للسيولة في أدوات وضمانات تقليدية قائمة على الفائدة، كالإقراض والخصم والتسبيقات بالذهب والعملات الأجنبية والسندات العمومية والخاصة؛ وهو إشكال رئيس في حال نقص السيولة في البنوك الإسلامية. بالإضافة إلى أن اعتماد بنك الجزائر لهذه الأدوات المالية فقط في معاملاته مع البنوك التجارية سيحرم البنوك الإسلامية من ابتكار أدوات مالية بديلة لها في علاقتها في السوق النقدية.

- حصر أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر في الحد الأدنى للاحتياطي الإجباري، عمليات إعادة الخصم والقرض، عمليات السوق المفتوحة والتسهيلات الدائمة، والآليات الثلاث الأخيرة كلها قائمة على أوراق

<sup>1</sup> برحالية بدر الدين: الصيرفة الإسلامية في ظل القانون البنكي الجزائري دراسة تحليلية للنظام 18 / 02، ص:2. مقال متوفر على موقع researchgate، على الرابط التالي:

[https://www.researchgate.net/publication/340209061\\_alsyrfyt\\_alaslamyt\\_fy\\_zl\\_alqanwn\\_albnky\\_aljzayry\\_drast\\_thlyl\\_yt\\_llnzam\\_1802](https://www.researchgate.net/publication/340209061_alsyrfyt_alaslamyt_fy_zl_alqanwn_albnky_aljzayry_drast_thlyl_yt_llnzam_1802)

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- دين ربوية أو على أساس عمليات إيداع وقرض ربوية، الأمر الذي يجعل البنوك الإسلامية خارج مجال السياسة النقدية بامتيازاتها في إدارة السيولة المصرفية.
- وعاء تشكيل الاحتياطي الإلزامي الذي يجمع مختلف الودائع والمستحقات دون استثناء، وهو منطوق يعاكس مفهوم الوديعة الاستثمارية، بالإضافة لإمكانية تلقي فوائد ربوية عليه من قبل بنك الجزائر.
- تشكيل معامل "الأموال الخاصة/الموارد الدائمة"، والذي يتشكل من بسط عناصره الأموال الخاصة للبنوك ومقامه من القروض المصدرة بسندات وسندات الخزينة وودائع الزبائن والتي يجب ألا تقل عن نسبة 60% ما يعني أن تشكيل المقام في البنوك الإسلامية سيقصر على الودائع طويلة الأجل فقط لعدم حيازتها على السندات.
- خضوع محاسبة البنوك الإسلامية للنظام المحاسبي المالي، وهو مخالف لعمليات ومنتجات هذه المؤسسات ولا يمكنه بأي حال أن يوفر الأسلوب المناسب للقياس والعرض والإفصاح على البيانات المحاسبية لهذه البنوك. وتبويبها وفق بنود الميزانية المصرفية التقليدية يفقدها ميزتها وخصائصها ولا يُظهر طبيعة عملياتها أو حقيقة نتائجها وهو ما ينعكس سلبيًا على قرارات أصحاب المصالح والمتعاملين مع المؤسسة.
- حصر القيم المنقولة التي يمكن لشركات المساهمة إصدارها في السندات والأسهم، وبالتالي عدم قدرة البنوك الإسلامية بصفتها شركات مساهمة الاستفادة من حقوقها في الحصول على السيولة من السوق المالية أو النقدية.
- عدم تمييز القوانين الضريبية بين ممارسات المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية ونظيرتها التقليدية<sup>1</sup> ما يعرضها للازدواج الضريبي.
- استنادا إلى مقررات لجنة بازل III؛ ألزم بنك الجزائر البنوك والمؤسسات المالية بتشكيل نسبة بين أصولها والتزاماتها (نسبة تغطية السيولة -LCR-)، وهي نسبة يتضمن بسطها الأوراق والتوظيفات المالية ذات العائد الثابت سواء في شكل سندات وأذون خزينة أو سندات خاصة وقيم منقولة بمعدل عائد ثابت وغيرها. وهذه أصول لا تتعامل بها البنوك الإسلامية، مما يحتم عليها تعويضها بعناصر السيولة الأخرى<sup>2</sup> من نقد وموجودات سائلة غير مربحة وذلك خلافاً للبنوك والمؤسسات التقليدية.
- إلزام بنك الجزائر استنادا إلى مقررات لجنة بازل III كافة البنوك والمؤسسات المالية بتوفير حد أدنى من الملاءة بين مجموع أموالها الخاصة القانونية (الأموال الخاصة القاعدية -Tier 1- والأموال الخاصة التكميلية -Tier

<sup>1</sup> حمزة شوادير: (الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين التجارب الدولية والمعوقات القانونية المحلية دراسة استقصائية لواقع وتطورات الصناعة المالية الإسلامية في العالم)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد: 15، 2015، ص ص: 354 - 357.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 356. بتصرف

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

2-) و مجموع مخاطرها المرجحة (القرض، العملياتية والسوق) يكون قدره 9.5%<sup>1</sup>، إضافة إلى وسادة أمان (الشريحة الإضافية AT1) تتكون من أموال خاصة قاعدية تغطي 2.5% من المخاطر المرجحة<sup>2</sup>. وهذه نسب لا تراعي طبيعة المخاطرة بين أصول وخصوم البنوك الإسلامية، حيث تحملها خطرا لا تحتمله وترفع عنها خطرا يكتنفها بحكم عقودها مع عملائها<sup>3</sup>. هذا في الشق المتعلق بالمخاطر، وفي المقابل نجد أن جزء من مكونات الأموال الخاصة وبالتحديد الأموال الخاصة التكميلية (الشريحة الثانية) قد احتوت على قروض وسندات بفائدة يمكن للبنوك أن تصدرها بشروط محددة للرفع من رأسمالها<sup>4</sup>، وهو ما لا يتسنى للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية القيام به عند حاجتها لرفع رأس مالها التنظيمي.

5- المادة 203 مكرر وضعت لتنظيم ممارسة عمليات التأمين التكافلي من قبل شركات التأمين التجارية عكس المطلوب والمأمول وهو تنظيم نشاط شركات التأمين التكافلي بحد ذاتها.

6- المادة 203 مكرر، وإن رخصت بممارسة التأمين التكافلي وبينت بعض أحكامه إلا أنها تبقى غير كافية بأي حال من الأحوال حيث بقيت أمور عدة في حاجة لتوضيح، ومن ذلك نص المادة على ضرورة احترام مبادئ الشريعة الإسلامية دون تبيان سبل ضمان هذا التوافق، لذا تم النص في آخر فقرة من هذه المادة على أن شروط وكيفيات تطبيقها سيتم تحديدها عن طريق التنظيم.

7- لا يزال نشاط التأمين التكافلي بحاجة لرفع العراقيل القانونية التي تحول دون توسع ممارسته في سوق التأمينات الجزائري ومن هذه العراقيل نذكر الآتي:

- عدم النص على أي تقنين ينظم العلاقات التعاقدية بين أطراف التأمين التكافلي من حملة الوثائق وصندوق المساهمين وصندوق التأمين.
- عدم التفريق بين الذمة المالية لصندوق المساهمين وصندوق التأمين.
- غياب الاعتراف بالفائض أو العجز التأميني.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المواد 2 و 8 من النظام رقم 14-01 المؤرخ في 16 فيفري 2014 المتضمن نسبة الملاءة المطبقة على البنوك والمؤسسات المالية، بنك الجزائر، ص: 1، 2.

<sup>2</sup> المادة 4، المرجع السابق.

<sup>3</sup> حمزة شوادر، مرجع سابق، ص: 356.

<sup>4</sup> المادة 10: النظام رقم 14-01، مرجع سابق، ص: 2.

<sup>5</sup> حمزة شوادر: مرجع سابق، ص: 359.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- إلزام شركات التأمين عموماً بما فيها شركات التأمين التكافلي بتوظيف جزء هام من مداخيلها في قيم الخزينة<sup>1</sup> التي تقوم في الأساس على الفائدة المحرمة شرعاً.

بعد استعراض جزء من النقائص التي شابت مخرجات الجهد الحكومي الذي تم في الفترة الأخيرة لتحسين البيئة القانونية لعمل المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية، يمكننا القول بأن المنتظر والمأمول كان أكثر بكثير مما تم وأن الحل لتطوير البيئة القانونية للصناعة المالية الإسلامية ليس بهذه السطحية. لذا فالمطلوب من السلطات الجزائرية إن أرادت بالفعل تطوير الصناعة المالية الإسلامية في البلاد أن تعمل بشكل جاد على إيجاد حلول جذرية لكافة العقبات القانونية التي تعترض مؤسسات هذه الصناعة، إما من خلال إحداث تعديلات على القوانين السارية (قانون النقد والقرض وقانون التأمينات) بإضافة مواد أو أقسام خاصة، أو من خلال استحداث قوانين منفصلة تماماً عن القوانين السارية بإصدار قانون خاص بالصيرفة الإسلامية وآخر خاص بالتأمينات التكافلية.

والنظام القانوني للعمل المالي الإسلامي الذي كنا بصدد مناقشته يخص فقط البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وشركات التأمين التكافلي، وهي المؤسسات الناشطة حالياً في القطاع المالي والمصرفي الإسلامي بالجزائر. أما بخصوص فروع صناعة التمويل الإسلامي التي سبق وأن ذكرنا أنها غائبة عن الساحة، متمثلة في الصناديق الاستثمارية الإسلامية والصكوك الإسلامية، فإنه مع غيابها يغيب أي تقنين لها.

وفي الوقت الذي تتماطل فيه السلطات الجزائرية في إيجاد حلول حقيقية لتطوير الإطار القانوني للصناعة المالية الإسلامية، نجد أن دولاً عربية وإفريقية عدة كانت سباقة في هذا المجال، ونذكر منها على الخصوص جارتنا الجزائر تونس والمغرب، حيث أصدرت تونس سنة 2013 قانوناً خاصاً بالصكوك الإسلامية وآخر خاصاً بصناديق الاستثمار الإسلامية. وفي 2014 أصدرت قانوناً منقحاً ومكملاً لقانون التأمين، الذي نظم التأمين التكافلي. وفي 2016 قامت بإصدار قانون البنوك والمؤسسات المالية الذي تضمن فصولاً مرتبطة بالصيرفة الإسلامية. أما المغرب فقد أصدرت سنة 2014 قانوناً يتعلق بمؤسسات الائتمان والهيئات المعتمدة في حكمها، الذي نظم "البنوك التشاركية" في قسمه الثالث. وفي سنة 2016 أصدرت قانوناً معدلاً لمدونة التأمينات، ضمنته بتقنين لعمل شركات التأمين وإعادة التأمين التكافلي. وفي سنة 2018 أصدرت قانوناً معدلاً ومتمماً للقانون المتعلق بتسديد الأصول، وقد تم تضمينه بمواد منظمة للعمل بالصكوك الإسلامية.

<sup>1</sup> المادة 4: القرار المؤرخ في 14 ماي سنة 2016 والمتعلق بتمثيل الالتزامات المقننة لشركات التأمين و/أو إعادة التأمين، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 66، الصادر بتاريخ: 9 نوفمبر 2016، ص: 27.

### المبحث الثاني: مقترح لأهم الأطراف المشاركة في سوق الصكوك بالجزائر

حتى تكون الصكوك الإسلامية جزءاً من النظام المالي الجزائري، يتطلب ذلك توافر جهات عدة تتولى مهمة الإشراف على تنظيم ومراقبة سوق الصكوك، سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية أو الشرعية أو المحاسبية أو غيرها من الجوانب. وبطبيعة الحال يتطلب ذلك أيضاً تدخل فئات متنوعة من المصدرين والمستثمرين في السوق وهم المتدخلون الرئيسيون في أي سوق للصكوك.

وبناءً على ما سبق، تم تقسيم هذا المبحث للمطالب التالية:

**المطلب الأول:** الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك بالجزائر.

**المطلب الثاني:** المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك بالجزائر.

### المطلب الأول: الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك بالجزائر

عند دراستنا للتجربتين الماليزية والسعودية تبين لنا أن الجهات التنظيمية الرئيسية التي تشرف على المعاملات المالية التقليدية بسوق المال هي ذاتها المشرفة على المعاملات المالية الإسلامية بالسوق، والاختلاف بينهما هو أن ماليزيا قامت بإنشاء مجالس استشارية شرعية مركزية لضمان مطابقة منتجات المالية الإسلامية مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، بينما في السعودية غابت هذه المجالس وقد بينا في حينها مساوئ هذا الغياب.

وبناءً على ما سبق فإن الجهات التنظيمية والرقابية المرتقب أن تشرف على سوق الصكوك بالجزائر حال تأسيسها هي ذاتها المشرفة على سوق السندات مع اقتراح تأسيس هيئة استشارية شرعية مركزية نظراً لغيابها في الجزائر وللأهمية القصوى لهذه الهيئة في نجاح العمل بالصكوك الإسلامية وأي منتجات مالية إسلامية بصفة عامة. وفيما يلي عرض لمختلف الجهات التنظيمية والرقابية المرتقب أن تشرف على سوق الصكوك بالجزائر.

#### أولاً: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)

هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>. و COSOB هي المقابل لـ SC في ماليزيا و CMA بالسعودية، حيث تمثل الهيئة العليا والسلطة الرئيسة الموكلة إليها مهمة تنظيم ومراقبة سوق القيم

<sup>1</sup> الموقع الرسمي للجنة COSOB، على الرابط التالي: <https://www.COSOB.org/ar/missions>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

المنقولة بالجزائر، ويستثنى من مهمتها هذه النشاطات والعمليات المنجزة في السوق والمتعلقة بقيم الدولة حيث أوكلت مهمة الرقابة عليها إلى بنك الجزائر<sup>1</sup>.

ولكي تتمكن COSOB من أداء مهامها، زودها المشرع بسلطات ثلاث هي<sup>2</sup>:

**السلطات التنظيمية:** حيث تتولى اللجنة وفق التشريع الذي يحكم السوق المالية إعداد أنظمة تخضع إلى موافقة وزير المالية. وهذه الأنظمة تتعلق خصوصا بالآتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات - حافضي السندات.

- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.

- تسيير حافظة القيم المنقولة.

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.

- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات - حفظ السندات.

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.

- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

**سلطات الاعتماد والتأهيل:** حيث تقوم اللجنة باعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، وشركات الاستثمار

ذات الرأسمال المتغير، وكذا صناديق التوظيف المشترك، كما تعمل على تأهيل ماسكي الحسابات - حافضي السندات.

**سلطات المراقبة والحراسة والتحقيق:** من خلال التأكد خصوصا:

- من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.

- من امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.

- من إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.

<sup>1</sup> تحليل نورة: النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري - تيزي وزو، 2014، ص: 279.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي للجنة COSOB، على الرابط التالي: <https://www.COSOB.org/ar/missions>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- من حُسن سير السوق.

والسلطات السابقة مجتمعة تؤهل COSOB لكي تكون السلطة الرئيسية التي تحكم سوق الصكوك بالجزائر، والتي توكل إليها مهمة تنظيم السوق ومراقبته.

وقد سبق لـ COSOB في 2010 أن درست موضوع الصكوك الإسلامية وتم ذلك حسبها استجابة لرغبتها في تلبية طلبات التمويل بمختلف أنواعها من ناحية، وطلبات البنوك الإسلامية من ناحية أخرى. وعند عرض COSOB لخلاصة دراستها في تقريرها السنوي لسنة 2010 بينت أنه بالرغم من أن الصكوك تشهد ازدهارا على المستوى العالمي، وهي منتجات متطابقة مع أحكام الشريعة، إلا أن تطبيقها بالجزائر غير ممكن. وقد بررت ذلك بغياب السند القانوني الذي يحكم هذه الأدوات المالية، وغياب التشريع الذي يكفل عمل SPV، ليطم على إثر ذلك غلق ملف الصكوك الإسلامية بالجزائر قبل أن يفتح في الأساس.

وفي ظل الصعوبات المالية التي باتت الجزائر تعاني منها إثر الأزمة النفطية لسنة 2014، أعادت COSOB النظر في إمكانية فتح ملف الصكوك الإسلامية؛ لا ليغلق مجددا كما حدث في السابق، وإنما لتتخذ إجراءات تصب في صالح الصكوك الإسلامية حتى تستخدم كأداة لتنويع مصادر التمويل في الاقتصاد الجزائري. وفيما يلي عرض لأهم ما قامت به لجنة COSOB منذ ذلك الحين:

**في سنة 2014** اقترحت لجنة COSOB في تقريرها السنوي أن يقوم وزير المالية بإنشاء فريق عمل موسع قدر الإمكان يتولى مهمة تحديد الأساسيات المتعلقة بإصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، كتعريف هذه المنتجات وتحديد فئاتها وشروط إصدارها وكذا آليات التنفيذ وطريقة تصنيف المنتجات والرقابة الشرعية عليها وكذا المعاملة الضريبية المتعلقة بها. وحسب اللجنة فإن التقرير الناتج عن عمل هذا الفريق، يتم استخدامه كأساس لتطوير الإطار القانوني والتنظيمي الذي يحكم الصكوك. وقد اقترحت COSOB أن يجمع فريق العمل في المرحلة الأولى كلا من المديرية العامة للخزينة ولجنة COSOB وبنك الجزائر، بالإضافة إلى شركات المحاماة والأساتذة الجامعيين المتخصصين في الاقتصاد الإسلامي<sup>1</sup>.

**وفي سنة 2016** صرح المدير العام لـ COSOB أن هناك تفكيراً في إمكانية طرح "سندات تماشى مع الشريعة الإسلامية" وأن اللجنة قد عقدت اتفاقية مع شركة تداول السعودية في ديسمبر 2015 للاستفادة من خبراتها الكبيرة في هذا المجال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> COSOB: Rapport annuel 2014, p p:18-19.

<sup>2</sup> بورصة الجزائر.. مقبرة التجارة والأعمال، 2016، مقال متوفر على موقع الشروق أون لاين، على الرابط التالي:

<https://www.echoroukonline.com/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AC%D8%B2%D8%A7%D8%A6%D8%B1-%D9%85%D9%82%D8%A8%D8%B1%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AC%D8%A7%D8%B1%D8%A9-%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%84/>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وبعدها، وبالتحديد في سبتمبر 2017، نظم المجلس العلمي لـ COSOB ملتقا حول "الطرق البديلة للتمويل عن طريق السوق" أشرك فيه رؤساء الشركات العامة والخاصة والبنوك والمؤسسات المالية إلى جانب ممثلين عن الساحة المالية بالجزائر. وناقش المتدخلون في الملتقى سبل تطوير طرق بديلة للتمويل في ظل ما تعيشه الدولة من ندرة في مواردها المالية، مع تركيزهم في ذلك على كل من الصكوك والصناديق الاستثمارية "البديلة". وفي ختام الملتقى قدمت COSOB عدة توصيات لوزير المالية بهدف تطوير ما أسمتها بـ "طرق التمويل البديلة"، ومن ضمن هذه التوصيات تعميم الوعي بهذه الطرق التمويلية وتشجيع الاقتصاد الأخضر من خلال إصدار أدوات مالية مبتكرة تلي احتياجات المستثمرين في هذا المجال، مع إيجاد أدوات تمويل عقارية بديلة كصناديق الاستثمار العقاري. وفي ذات السنة أعلنت COSOB عن قيامها بوضع مذكرة توضيحية لإعداد مشروع نص بشأن الصكوك في إطار جهودها لإصلاح الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق رأس المال<sup>1</sup>.

وفي مارس 2019 قامت اللجنة بإبرام مذكرة تفاهم مع هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية لتبادل الخبرات لتطوير الأسواق المالية بين البلدين بما في ذلك سبل تطوير أدوات التمويل الإسلامي<sup>2</sup>.

يتضح مما ذكرناه آنفا، أن COSOB في السنوات الأخيرة قد قامت بخطوات إيجابية تسمح لها باكتساب الخبرة والكفاءة النظرية والعملية اللازمة للتمكن من أداء الدور المنوط بها في مجال الصكوك الإسلامية، سواء من خلال اتفاقياتها مع هيئات أجنبية رائدة في هذا المجال أو من خلال جمعها للفاعلين في الساحة المالية لبحث سبل استفادة الاقتصاد الوطني من التمويل الإسلامي.

ورغم أهمية مسعى COSOB لاكتساب الخبرة والكفاءة النظرية والعملية، ورغم تثميننا لذلك إلا أنه يبقى مسعى غير كاف ما لم يُجسد تلك الخبرات على أرض الواقع. وهو ما لم تقم به COSOB لحد الساعة، فقد اكتفت في كل مرة بتقديم اقتراحات وتوصيات لوزير المالية رغم أن دورها تجاه الصكوك أكبر من ذلك، فهي مؤهلة قانونا كما سبق وأن بينا أن تكون السلطة الرئيسة التي تحكم سوق الصكوك بالجزائر حال قيامها.

ولعل تناقل COSOB في القيام بإجراءات عملية عميقة وسريعة فيما يخص الصكوك الإسلامية مرده إلى عدم وجود دفع وتحفيز لها من قبل الحكومة لاتخاذ إجراءات كهذه رغم اقتناع COSOB بأهمية الصكوك خاصة في الفترة الراهنة. وهذا يعيدنا للتأكيد على عدم وجود إرادة حقيقية لدى السياسيين الجزائريين لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، ففي عز الأزمة ولكي تعوض الحكومة النقص في مواردها المالية فضلت اللجوء إلى سندات بفائدة ربوية وهي "سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي" على أن تلجأ للصكوك الإسلامية. كما فضلت بعدها القيام بتعديل قانون النقد والقرض للحصول على رخصة قانونية تبيح لها اللجوء لـ "التمويل غير التقليدي"، رغم أنه كان أسهل الحلول وفي الوقت نفسه أسوأها كما بينا ذلك في الفصل الثاني. في حين أن تعديل قانون النقد والقرض كان مطلبا

<sup>1</sup> COSOB: Rapport annuel 2017, pp: 22,67.

<sup>2</sup> COSOB: Rapport annuel 2019, p: 19.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

يتكرر لسنوات طوال من قبل الخبراء والمتخصصين في المالية الإسلامية للاستفادة من القدرة الكبيرة للبنوك الإسلامية على حشد المدخرات، وقد كان وقت الأزمة مناسباً لإحداث ذلك التعديل حتى تخفف البنوك الإسلامية الأعباء الملقاة على عاتق الخزينة.

وفي المرحلة القادمة، وإذا ما توافرت الإرادة الحقيقية لبدأ العمل بالصكوك الإسلامية، يُنتظر من COSOB أن تُؤدي أدواراً هامة لتسرع انطلاق العمل؛ كما ينتظر منها السهر على تطوير العمل بما يحقق للدولة أكبر استفادة. وينبغي أن تُسند بصفة رسمية لـ COSOB هذه المهام بناء على الخطة الاستراتيجية لتطوير الصناعة المالية الإسلامية التي اقترحنا سابقاً وضعها كخطوة أولى لتجاوز عقبات الصناعة المالية الإسلامية بالجزائر. وذلك لا يختلف كثيراً عما قامت به السعودية عندما وضعت "رؤية 2030" في إطار توجيهها نحو تقليل الاعتماد على عائدات النفط في التمويل الحكومي عقب انهيار أسعار النفط سنة 2014، حيث أسندت لهيئة السوق المالية CMA مهمة تشجيع نمو سوق أدوات الدين (الصكوك والسندات) من أجل زيادة تنوع خيارات التمويل للقطاع العام والخاص، والانتقال بحجم السوق من 9% من الناتج المحلي الإجمالي في العام 2016 م إلى أكثر من 15% في عام 2020<sup>1</sup>.

ولكي يسهل عمل لجنة COSOB في المرحلة القادمة، عليها من ناحية؛ العمل على إحداث تقارب بينها وبين هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI" لتستفيد من خبرتها وما يصدر عنها من معايير في المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات العمل والحكومة، ومن ناحية أخرى عليها تعيين خبراء وأساتذة جامعيين محليين وأجانب مختصين في المعاملات المالية الإسلامية ضمن تشكيلة أعضاء المجلس العلمي التابع لها، وهو المجلس الذي أنشئ أساساً لغرض<sup>2</sup>:

- إعلام اللجنة ووزارة المالية بشأن التطورات الأكاديمية في المجال المالي.

- رصد مختلف التطورات على الجانب التنظيمي والابتكارات فيما يتعلق بأنشطة اللجنة.

- الشروع في البحوث المتعلقة باهتمامات اللجنة.

وبتعيين لجنة COSOB لمختصين في المعاملات المالية الإسلامية، ستمكن من الاستفادة من خبراتهم في كل خطوة من خطوات سيرها نحو إرساء العمل بالصكوك والمعاملات المالية الإسلامية بصفة عامة. وأكبر استفادة للجنة من هذه الخبرات هي المتعلقة بالجانب القانوني، وهو أهم دور ستؤدي به COSOB في المرحلة القادمة والذي سنوضحه ضمن المبحث الموالي. وإلى جانب الدور القانوني لـ COSOB يُنتظر منها القيام بالآتي:

<sup>1</sup> مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية: وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي - خطة التنفيذ 2020-، المملكة العربية السعودية، 2017/4/24، ص ص: 48،

<sup>2</sup> الموقع الرسمي للجنة COSOB، على الرابط التالي: <https://www.COSOB.org/ar/conseil-scientifique>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- رسم السياسة العامة لإصدار الصكوك الإسلامية وتقييم إصداراتها ومتابعتها.
- إعداد المتطلبات الواجب تضمينها في كل نشرة إصدار حسب نوع كل صك والنماذج اللازمة لذلك.
- الموافقة على نشرات الإصدار.
- الرقابة على عمليات الصكوك والأطراف المشاركين فيها في كافة مراحلها من الإصدار إلى التداول إلى الاسترداد.
- تقديم المعلومات والاستشارات للمتعاملين، وتوفير الحماية لهم، وتعزيز قيم المنافسة العادلة وشفافية السوق.<sup>1</sup>
- عقد اتفاقيات مع المعاهد أو المدارس العليا التي تضم ضمن طاقمها التدريسي أساتذة متخصصين في الأسواق المالية الإسلامية بصفة عامة والصكوك بصفة خاصة، لكي تتكفل هذه الجهات بتكوين إطارات الشركات ومهنيو السوق المالي في هذه التخصصات. وقد سبق للجنة إبرام اتفاق مع مدرسة الدراسات العليا التجارية سنة 2018، لكن هذا الاتفاق كان في مجال المالية التقليدية وليس الإسلامية حيث هدف إلى ضمان تكوين ماستر مهني تخصص "هندسة مالية"<sup>2</sup>. وفي نفس المجال، عقدت اللجنة في 2019 اتفاق مع كل من المدرسة العليا للتجارة ومعهد التكوين البنكي\* لتقديم برنامج تكوين لفائدة موظفي البنوك، ليكلل بديبلوم ما بعد التدرج في تخصص "الهندسة المالية"<sup>3</sup>. كما سبق للجنة عقد اتفاق مع معهد التكوين البنكي في 2015 لتوفير تكوين يكلل بمنح شهادة مهني الأسواق المالية، وهو مخصص لجميع اللاعبين في السوق المالية أو أولئك الذين يرغبون في اكتساب معرفة معترف بها في هذا المجال، ولا سيما المديرين التنفيذيين لشركات الإصدار ومديري الأصول على مستوى المستثمرين المؤسسيين والصحفيين المتخصصين في التمويل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص ص: 216-217.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي للجنة COSOB، على الرابط التالي:

<https://www.COSOB.org/ar/signature-dune-convention-de-formation-entre-la-COSOB-et-lehec-master-professionnel-specialite-ingenerie-financiere/>

\* **معهد التكوين البنكي:** هو معهد أنشأته البنوك العمومية الجزائرية سنة 1989 ومهمته الرئيسية تتمثل في تطوير التدريب المهني الشامل والتحضير لمهنة البنوك. ويُعتبر المعهد مسؤولاً عن تلبية احتياجات البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية من حيث التدريب والتأهيل المهني لموظفيها. (أنظر: الموقع الرسمي لمعهد التكوين البنكي، على الرابط التالي: <http://ifb.dz/a-propos/creation>)

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لمعهد التكوين البنكي، على الرابط التالي:

<https://ifb.dz/lancement-dune-post-graduation-specialisee-en-ingenerie-financiere/>

<sup>4</sup> الموقع الرسمي لمعهد التكوين البنكي، على الرابط التالي:

<https://ifb.dz/formation/certification-des-professionnels-du-marche-financier-formation-en-partenariat-avec-la-COSOB/>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### ثانياً: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (بورصة الجزائر):

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المسماة اختصاراً بـ SGBV، والتي تعرف عموماً ببورصة الجزائر، شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475.200.000 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993. تمثل شركة SGBV إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم احترافيين حتى تمكنهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وتتكفل SGBV بمجموعة من الأنشطة التي تؤديها تحت إشراف (COSOB). وهذه الأنشطة تشمل الآتي:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

وبورصة الجزائر تعتبر سوقاً فورية، ما يعني أن المشتري عليه أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره، وعلى البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه. وبعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المبيعة وتسوية السندات المشتراة، والعملية يتم إجراءهما بشكل متزامن عبر المؤتمن المركزي (الجزائر للتسوية) بعد ثلاثة أيام (T+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (T+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

ومنذ تنصيب نظام الجزائر للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة، إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظي السندات<sup>1</sup>.

وتُسيّر شركة SGBV أسهما وسندات تقليدية فقط، حيث تغيب بالكلية المنتجات المالية الإسلامية من أسهم أو صكوك أو مؤشرات شرعية كما هو موجود في السوق المالي السعودي والماليزي. وإن كانت هناك عوائق قانونية تحول دون التعامل بالصكوك في بورصة الجزائر كما بررت لجنة COSOB موقفها من هذه المنتجات الإسلامية، إلا أنه بحسب تصريح رئيس هذه اللجنة فإن إطلاق أسهم متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لا يتطلب أي تغيير قانوني<sup>2</sup>، ورغم ذلك لم يتم التعامل بهذه الأسهم لحد الساعة.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الرابط التالي: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148>

<sup>2</sup> لقاء وكالة الأنباء الجزائرية مع رئيس لجنة COSOB، متوفر على الموقع الرسمي للوكالة، على الرابط التالي:

<https://www.aps.dz/economie/91003-bourse-d-alger-des-produits-innovants-en-cours-de-lancement>، تاريخ الإطلاع:

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وقلة المنتجات المالية التي تعرضها بورصة الجزائر وانحصارها في الأسهم والسندات هو جزء من مشاكل عدة تعاني منها البورصة جعلت دورها في تمويل الاقتصاد هامشيا، ومن أهم هذه المشاكل نذكر الآتي:

- غياب إرادة سياسية لتنشيط البورصة.
- طبيعة الشركات الجزائرية في القطاع الخاص التي في غالبيتها هي شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، في حين تفرض شروط قبول قيد المؤسسات في البورصة وجوب إصدار القيم المنقولة من قبل شركات ذات أسهم<sup>1</sup>.
- العامل الديني الذي جعل التفكير في التمويل أو الاستثمار في السوق المالي ومن باب أولى ممارسة ذلك أمرا مستحيلا لدى فئة كبيرة من المجتمع التي تعتبر الفائدة الربوية المحرمة شرعا أساس تعاملات السوق خاصة ما يتعلق بالسندات.
- سياسة خفض معدلات الفائدة على القروض البنكية التي انتهجتها الدولة لتمكين البنوك من تصريف فوائض السيولة التي بحوزتها، والتي ميزت على الخصوص الفترة السابقة ل عام 2014، كانت دافعا رئيسيا للمؤسسات للاقتراض من البنوك على اللجوء للبورصة وطرح أوراق مالية.
- الضغط الجبائي الذي يعاني منه الأعوان الاقتصاديون بالجزائر.
- سيطرة السوق الموازي على الاقتصاد، ما وفر لأصحاب الفوائض المالية فرصا استثمارية أقل مخاطرة، ولأصحاب العجز المالي مصادر تمويلية أقل تكلفة مما يجدونه في السوق المالي.
- غياب بنوك الاستثمار رغم أهميتها الكبرى في سوق القيم المنقولة، سواء من خلال ما تقدمه من استشارات مالية أو من خلال تعهداتها بتغطية الأوراق المالية.
- غياب شبه كلي لصناديق الاستثمار رغم قدرتها الكبيرة على استقطاب فئة واسعة من المدخرين للاستثمار في البورصة، وهو ما يشجع جانب الطلب على التمويل وما يؤدي في المحصلة إلى زيادة اتساع السوق.
- قلة المؤسسات المدرجة.
- ارتفاع معدلات التضخم ما أثر على الميل الادخاري لأصحاب الفوائض المالية.
- انخفاض معدلات النمو الاقتصادي ما ثبط الطلب على التمويل عموما.
- عدم الاستقرار السياسي الذي أدى إلى زعزعة الثقة لدى المستثمرين.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 280.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- غياب ثقافة التمويل والاستثمار في السوق المالي لدى أفراد المجتمع.

- عدم توفير المعلومات المالية الكافية التي تعزز من ثقة المستثمرين بالبورصة.

والمشاكل التي تم استعراضها في النقاط السابقة ليست بالحديثة، ولطالما نادى المختصون والخبراء في الأسواق المالية والمسؤولون عن البورصة بضرورة إيجاد حلول لها، إلا أن الواقع بقي على حاله. واستمرار ذلك سيؤثر سلبا لا محالة على سوق الصكوك باعتباره جزءا من السوق المالي ككل.

وبناء على ما سبق، وجب العمل بشكل جاد على حل المشاكل التي تعاني منها بورصة الجزائر قبل العمل على إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي، لضمان نجاح سوق الصكوك في تنويع مصادر تمويل الاقتصاد. ومن بين الحلول لتلك المشاكل ما يلي:

- إقناع المسؤولين السياسيين بكون البورصة جزء هام من الحل لما تعانيه البلاد من شح في الموارد المالية، حتى تتولد لديهم إرادة التغيير والعمل على النهوض بالسوق المالي.

- تشجيع الشركات الاقتصادية على التحول إلى شركات ذات أسهم.

- إدماج أدوات متوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية كالصكوك الإسلامية\* وصناديق الاستثمار الإسلامية بأنواعها المختلفة صناديق REIT، صناديق SRI، صناديق الاستثمار المغلقة،... وغيرها. ويتحقق ذلك من خلال توفير البيئة المناسبة للعمل بها سواء من الناحية القانونية أو التنظيمية أو الضريبية. وهو ما يضمن من ناحية تنويع الأدوات المالية المعروضة بالبورصة، ومن ناحية أخرى تلبية رغبة فئة واسعة من المجتمع التي لا تتعامل بالفائدة.

- السيطرة على الاقتصاد الموازي الذي لا يمثل فقط مشكلا بالنسبة للسوق المالي الجزائري بل للاقتصاد ككل.

- العمل على تحقيق الاستقرار السياسي وفي الوقت نفسه تحسين ظروف الاقتصاد الكلي للبلاد.

- توفير حوافز ضريبية للمتعاملين بالبورصة.

- إنشاء بنوك استثمار تقليدية وإسلامية.

- تقديم حوافز تشجع المؤسسات العمومية على فتح رأسمالها.

---

\* الصكوك الإسلامية هي جزء من الحل لمشاكل بورصة الجزائر وفي الوقت نفسه إدماجها يتطلب حل باقي المشاكل.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- توفير الشفافية من خلال استحداث نظام آلي للتداول يضمن سهولة وسرعة عمليات التداول في البورصة ويسمح بإيصال المعلومات الدقيقة لكافة المتعاملين في الوقت نفسه.
- ضمان الالتزام بالإفصاح عن البيانات المالية.
- نشر الثقافة البورصية.

### ثالثا: البنك المركزي (بنك الجزائر):

يمثل بنك الجزائر قمة الجهاز المصرفي، وهو المسؤول عن تنظيم والإشراف والرقابة على عمل كافة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية منها وغير الإسلامية الناشطة بالساحة، والتي يُتَظَر أن تشارك بقوة في سوق الصكوك سواء كوسطاء أو بائعين ومشتريين لهذه الأدوات المالية والاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وفي هذه الحالة تعتبر المسؤولية التنظيمية والرقابية للبنك المركزي عن سوق الصكوك مسؤولية غير مباشرة. أما مسؤوليته المباشرة فيمارسها عندما تصبح سلطة الرقابة على السوق ليست بيد لجنة COSOB وإنما بيده، وذلك عندما يتعلق الأمر بالقيم الصادرة عن الدولة كما بينا سابقا عند الحديث عن سلطة لجنة COSOB الرقابية والتنظيمية لسوق القيم المنقولة.

والمسؤوليات التنظيمية والإشرافية لبنك الجزائر يؤديها من خلال هئتين رئيسيتين يتولى ترأسهما محافظ بنك الجزائر، الأولى تتمثل في مجلس النقد والقرض والثانية تتمثل في اللجنة المصرفية.

### 1- مجلس النقد والقرض:

وهو المسؤول عن منح التراخيص المتعلقة بفتح البنوك والمؤسسات المالية وتعديل قوانينها الأساسية، وسحب الاعتماد منها، وكذا منح التراخيص المتعلقة بفتح مكاتب التمثيل للبنوك الأجنبية. وإلى جانب ذلك فإن المجلس يتحمل كامل المسؤولية عن إصدار الأنظمة التي تضبط القطاع المصرفي. ومن ذلك الأنظمة المتعلقة بالمقاييس والنسب المطبقة على البنوك والمؤسسات المالية، لاسيما المتعلقة بتغطية المخاطر وتوزيعها والسيولة والقدرة على الوفاء، وكذلك الأنظمة المتعلقة بالصرف وأيضا المتعلقة بالقواعد الحاسبية التي تطبق على البنوك والمؤسسات المالية<sup>1</sup>.

والأنظمة الحالية المنظمة للقطاع المصرفي - كما بينا سابقا\* - لا تراعي خصوصية عمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وهو ما يقف حجر عثرة أمام نمو هذه الهيئات. لذلك يتوجب على مجلس النقد والقرض من خلال المسؤولية التنظيمية والرقابية الملقاة على عاتقه أن يراعي الاختلاف الموجود بين البنوك والمؤسسات المالية التقليدية ونظيرتها الإسلامية. وذلك سينعكس بالإيجاب على سوق الصكوك بطريقتين، إحداها مباشرة بدمج الصكوك الإسلامية ضمن

<sup>1</sup> المادة 62: الأمر 11-03، مرجع سابق، ص: 10.

\* أنظر الصفحات 244-248 من هذه الدراسة.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

الأنظمة الصادرة عن المجلس وجعلها بديلا للسندات المتعامل بها من قبل البنوك والمؤسسات المالية التقليدية، وأيضا من قبل البنك المركزي. وفي ذلك توفير للغطاء القانوني للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لاستخدام الصكوك سواء كأدوات لإعادة التمويل من البنك المركزي، أو كأداة لتطبيق متطلبات لجنة بازل III أو لغيرها من الاستعمالات؛ وهو ما يُنشط جانب الطلب والعرض في سوق الصكوك، ويؤدي في المحصلة إلى زيادة عمق السوق. أما الطريقة الثانية الغير مباشرة فتتعلق بتحسين البيئة القانونية لعمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في شتى النواحي، ما يؤدي إلى نموها وتوسعها أكثر وهو ما يعد مطلبا ضروريا لنجاح سوق الصكوك.

ولتسهيل مهمة مجلس النقد والقرض في جعل الأنظمة الصادرة عنه مراعية لخصوصية عمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، يمكن أن يبادر البنك المركزي الجزائري للانضمام لعضوية هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"؛ على غرار ما قام به نظيره السعودي سنة 2017<sup>1</sup> الذي اتخذ هذه الخطوة للاستفادة من جهود الهيئة في توحيد المعايير الشرعية والأخلاقية والمحاسبية للبنوك الإسلامية عبر الدول الأعضاء<sup>2</sup>.

### 2- اللجنة المصرفية:

وهي المسؤولة عن مراقبة مدى احترام البنوك والمؤسسات المالية للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها، وتُعاقب على كافة الاختلالات التي تتم معابقتها، وإلى جانب ذلك فإن اللجنة مسؤولة عن تفحص شروط استغلال البنوك والمؤسسات المالية، كما أنها تسهر على نوعية وضعيتها المالية وعلى احترام قواعد حسن سير المهنة<sup>3</sup>.

وبناء على ما سبق، يتوجب على البنوك والمؤسسات المالية حينما تمارس عمليات السوق المالية بصفتها نشاطا تابعا ومكملا لنشاطها المصرفي احترام كافة الأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها. وفي حال وقوع أي إخلال بتلك الأحكام يصبح بإمكان اللجنة المصرفية انطلاقا من المسؤولية الموكلة إليها معاقبة البنك أو المؤسسة المالية المخالفة بمنعها من ممارسة عمليات السوق المالية كنشاط مكمل.

واللجنة المصرفية وكذا مجلس النقد والقرض بالإضافة للجنة COSOB مطالبون جميعا بالتعاون في السهر على ضمان التطبيق الحسن للنصوص التشريعية والتنظيمية. ولأجل ذلك بإمكانهم تبادل تبليغ المعلومات اللازمة لأداء كل واحدة منهم المهمة الموكلة إليها مع خضوع تلك المعلومات للسر المهني. واللجنة المصرفية في مثل هذه الحالة يتمثل دورها في مساعدة لجنة COSOB في التحقيق وتبادل المعلومات. وفي المقابل توجد حالة تنسحب فيها لجنة COSOB عن رقابة السوق لتفسح المجال للجنة المصرفية، وذلك عندما يتعلق الأمر بمنتجات مالية خاضعة لبنك الجزائر والمتمثلة كما سلف وأن ذكرنا ذلك، في قيم الخزينة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي الرابع والخمسون، مرجع سابق، ص: 146.

<sup>2</sup> Waleed Abdulaziz Abdullah Abalkhil, Op. cit p: 116.

<sup>3</sup> المادة 105: الأمر 03-11، مرجع سابق، ص: 17.

<sup>4</sup> تحليل نورة، مرجع سابق، ص: 93-95.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### رابعا: المديرية العامة للخزينة:

تعتبر المديرية العامة للخزينة هيئة تابعة لوزارة المالية، تُعنى بتنفيذ مهام عدة حددها المرسوم التنفيذي رقم 364-07 المؤرخ في 28 نوفمبر سنة 2007، والمتضمن تنظيم الإدارة المركزية في وزارة المالية. ومن ضمن تلك المهام ما يلي<sup>1</sup>:

- إعداد النصوص التشريعية والتنظيمية ذات الصلة بمجال صلاحياتها.
- تأطير وتنظيم وضبط الأسواق الأولية والثانوية والقيم المنقولة الصادرة عن الدولة ونشر كافة المعطيات والمعلومات المرتبطة بها.
- متابعة وتقييم ومراقبة نشاط "المتخصصين في سندات الخزينة".
- التنظيم والتطوير المؤسسي لسوق رأس المال، مع اقتراح أي تدابير ترمي إلى تنشيط السوق وإلى تطوير منتجات مالية جديدة.
- اقتراح أي تدبير من شأنه التشجيع على استثمار الادخار في الأسواق المالية بالاتصال مع الهياكل المعنية.
- اقتراح تدابير ترمي إلى رفع عراقيل السوق المالي في مجال تغطية مجمل عمليات نضج المنتوجات (في المدى القصير والمتوسط والطويل) وكذا على مستوى تناسق قواعد تسييرها.
- إعداد أي وثيقة للتخليص السنوي حول وضعية تطور السوق المالية وآفاقها.
- إعداد المؤشرات الاقتصادية والمالية وتقييمها مع القيام بالتحليل الكمية والنوعية بناء على تلك المؤشرات.

والمهام المختلفة المذكورة آنفا تُحمل المديرية العامة للخزينة مسؤولية تنظيم والإشراف على سوق القيم المنقولة، وهي ذات المسؤولية الملقاة على عاتق المديرية تجاه سوق الصكوك حال تأسيسه.

ومسؤولية المديرية التنظيمية والإشرافية لا تقتصر على سوق القيم المنقولة فحسب، بل أيضا على النظام المالي والبنكي الذي عادة ما تشكل مؤسساته أهم المشاركين في السوق المالي، حيث نجد أن من المهام الموكلة إلى المديرية ما يلي<sup>2</sup>:

- المشاركة في كل الأشغال الرامية إلى تطوير وعصرنة النظام البنكي والمالي.

<sup>1</sup> المادة 4: المرسوم التنفيذي رقم 364-07 المؤرخ في 28 نوفمبر سنة 2007 والمتضمن تنظيم الإدارة المركزية في وزارة المالية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 75، الصادر بتاريخ: 2 ديسمبر 2007، ص ص: 11-15.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص: 12، 14.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- تنظيم، متابعة وتحليل وتقييم البنوك العمومية وغيرها من المؤسسات المالية العمومية.

- العمل على متابعة وتقييم شركات التأمين العامة.

وعلى ضوء هذه المهام يرتقب أن يكون للمديرية دور إيجابي في تحفيز نمو وتطور النظام المالي والبنكي الإسلامي، كما يرتقب أن تساهم المديرية في وضع وتنفيذ الخطة الاستراتيجية لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، وهي الخطة التي سبق وأن اقترحنا وضعها كخطوة أولى لتجاوز عقبات هذه الصناعة ومن ثم عقبات سوق الصكوك حال إقامته مستقبلا.

إلى جانب التدخل المرتقب للمديرية العامة للخزينة في سوق الصكوك كمنظمة، بإمكانها أيضا أن تتدخل في السوق من أجل التخطيط لإصدارات الصكوك السيادية والإشراف على عملية التنفيذ، وذلك بناء على المهام الموكلة إليها قانونا والتي تشمل<sup>1</sup>:

- المساهمة في تحديد سياسة المديونية العمومية الداخلية والخارجية وضمان تنفيذها.

- السهر على تطوير نشاطات وأدوات تحصيل الموارد المالية الضرورية لاحترام توازنات الخزينة.

- الشروع في أي عملية اقتراض في السوق الوطنية لرؤوس الأموال المتصلة باحتياجات تمويل الدولة.

- ضمان تسيير حافظة السندات ومتابعة عمليات التحصيل وإعداد تقرير دوري بشأنها.

### خامسا: الهيئة الاستشارية الشرعية المركزية واللجان الشرعية:

نظرا لغياب هيئة استشارية شرعية مركزية بالجزائر، ونظرا لأهميتها القصوى في نجاح العمل بالصكوك الإسلامية وأي منتجات مالية إسلامية بصفة عامة، قمنا باقتراح تأسيس هذه الهيئة لكي تعمل جنبا إلى جنب مع باقي الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك. مع التذكير بأن النظام 18-02 قد أوكل لهذه الهيئة مهمة المصادقة على مشروعية المنتجات المالية المقدمة من قبل النواذ الإسلامية، إلا أنه لا شيء سيتم على أرض الواقع طالما لم يتم تحديد ماهية هذه الهيئة وكيفية تشكيلها وشروط استقلاليتها ومؤهلات أعضائها وغيرها من الأمور الواجب تبيانها بهذا الخصوص.

وتشكيل هيئة استشارية شرعية مركزية يتطلب بداية تحديد الجهة التي تتبعها، وهذه الجهة على غرار التجربة الماليزية هي كل من لجنة COSOB وبنك الجزائر. ولأن الجزائر لا زالت في مراحلها الأولى في مجال الصناعة المالية الإسلامية فقد يكون من المبكر الحديث عن هيئتين شرعيتين مركبتين حيث في المرحلة الأولى يمكن جعل الهيئة الشرعية المركزية تابعة لبنك الجزائر، مع تحويلها مهمة الإشراف على كافة المعاملات المالية الإسلامية سواء في السوق المالي أو المقدمة من قبل المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية. ومتى ما بدأ العمل بالصكوك الإسلامية في التوسع يتم تأسيس

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 12، 13.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

هيئة شرعية مركزية أخرى تكون تابعة للجنة COSOB تختص فقط في الرقابة الشرعية على المعاملات المالية الإسلامية في السوق المالي.

وبعد أن يتم تحديد الجهة التي تتبعها الهيئة الاستشارية الشرعية المركزية لا بد من منح هذه الأخيرة إطاراً قانونياً تعمل في ظلّه، من خلال:

1- تعديل قانون النقد والقرض للترخيص بإنشاء هيئة استشارية شرعية مركزية تابعة لبنك الجزائر، مع إصدار بنك الجزائر بالتنسيق مع كل من وزارة الشؤون الدينية والأوقاف وكذا المجلس الإسلامي الأعلى إطاراً للحكومة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية تُفصّل فيه كافة الأحكام المتعلقة بالهيئة الاستشارية الشرعية المركزية.

2- تعديل المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة رقم 93-10، وذلك في مرحلة لاحقة ليتم الترخيص بإنشاء هيئة استشارية شرعية مركزية تابعة للجنة COSOB تشرف على مختلف المعاملات المالية الإسلامية في السوق المالي.

وعند وضع الإطار القانوني لعمل الهيئتين، ينبغي الحرص على جعل القرارات الصادرة عنهما ملزمة حتى تكون للهيئتين السلطة العليا والأخيرة فيما يخص جميع المسائل الشرعية المتعلقة بالمنتجات ضمن اختصاص كل منهما؛ ومن دون ذلك ستبقى قرارات الهيئتين مجرد حبر على ورق.

والهيئة الاستشارية الشرعية المركزية المشرفة على المعاملات والمنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي سواء في المرحلة الأولى أو في المرحلة الثانية يرتقب أن تتولى القيام بالأدوار التالية فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية:

- وضع واعتماد المعايير الشرعية والمحاسبية ذات الصلة بالصكوك.
- المساهمة في تطوير هياكل الصكوك الإسلامية.<sup>1</sup>
- توحيد هياكل الصكوك والأحكام الشرعية ذات الصلة بها.
- توحيد التوثيق القانوني لمختلف هياكل الصكوك المتعامل بها في السوق، وهو ما يسمح بتوفير مستندات مبسطة تؤدي إلى تقليل تكلفة إصدار الصكوك.<sup>2</sup>
- التحقق من تطبيق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية على أي مسألة تتعلق بالصكوك الإسلامية.
- إصدار فتاوى وأحكام شرعية على أي قضية قد تطرأ فيما يخص التعامل بالصكوك الإسلامية.

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 218.

<sup>2</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, p:22.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- تقديم المشورة لبنك الجزائر ولجنة COSOB فيما يخص الجوانب الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية.

إضافة للأدوار سابقة الذكر تقوم الهيئة الاستشارية الشرعية المركزية بدور المشرف والمراقب على عمل لجان الرقابة الشرعية الداخلية التي سيتم التعرض لها في الفقرات التالية. وفي الوقت نفسه وليس بعيدا عن ذلك تتولى الهيئة الاستشارية الشرعية المركزية مهمة تدريب وتأهيل العاملين في مجالات الرقابة والتدقيق في مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية<sup>1</sup>.

والإشراف والرقابة الشرعية على سوق الصكوك من قبل الهيئة الاستشارية الشرعية المركزية ينبغي أن يصاحبه إشراف ورقابة شرعية من قبل لجان رقابة شرعية داخلية يفرض بنك الجزائر تشكيلها داخل كل مؤسسة تقدم خدمات مالية ومصرفية إسلامية، وذلك تطبيقا لنموذج الحوكمة الشرعية المزدوج أو ذو المستويين الذي سبق وأن ذكرناه في الفصل الثاني، والذي تبين أن الدول التي اعتمدته قد ساهمت من خلاله في تسريع نمو سوق الصكوك، وتوفير المزيد من الشفافية والوضوح لصناعة الصكوك.

وحسب قواعد الحوكمة الشرعية المتعلقة بالصكوك التي بينها المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، فإنه من الواجب على لجان الرقابة الشرعية ألا يقتصر دورها على إصدار فتوى بجواز إصدار الصكوك، بل يجب عليها القيام بالآتي:

- مراجعة جميع العقود والوثائق ذات الصلة بالمعاملة الفعلية المتعلقة بالصكوك.

- الإشراف على كافة الوسائل الفعلية للتنفيذ.

- التأكد من أن عملية إصدار الصكوك تتوافق في كل مرحلة من مراحلها مع المبادئ الإرشادات والمتطلبات الشرعية على النحو المحدد في المعايير الشرعية.

- الحرص على أن يتم استثمار عائدات الصكوك وتحويل العائدات إلى أصول باستخدام إحدى طرق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.

ولكي تؤدي لجان الرقابة الشرعية مهامها تجاه الصكوك الإسلامية بفعالية، لا بد أن تُوفّر لها كافة الظروف المساعدة على ذلك، كما لا بد أن تتوافر هذه اللجان في حد ذاتها على مؤهلات علمية وعملية معينة تؤهلها لأن تكون على قدر المسؤولية الملقاة على كاهلها. ولكي يتم تأطير ذلك يتوجب على بنك الجزائر أن يضع بالتنسيق مع

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 218.

<sup>2</sup> Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Op. cit, p:24.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

كل من وزارة الشؤون الدينية والأوقاف وكذا المجلس الإسلامي الأعلى ضوابط تحكم عمل هذه اللجان مع إدراج تلك الضوابط ضمن "إطار الحوكمة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية".

وبناء على ما تناولناه في التجربة الماليزية في هذا الخصوص، لا بد وأن تتضمن ضوابط عمل اللجان الشرعية الداخلية جملة الأمور التالية:

- إلزامية تشكيل لجان شرعية داخلية مستقلة لدى شركات التأمين التكافلي، وأيضاً لدى البنوك والمؤسسات المالية، الإسلامية منها والتقليدية التي لديها نوافذ تقدم من خلالها خدمات ومنتجات مالية إسلامية؛ مع تحديد شروط ضمان الاستقلالية وتحديد سبل تشكيل هذه اللجان ومختلف المهام الموكلة إليها.
- إلزامية تعاون كل مؤسسة مع اللجنة الشرعية التابعة لها بمنحها كافة المعلومات التي تحتاجها لإعطاء حكم دقيق على مدى شرعية الخدمات والمنتجات المالية المقدمة.
- تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها من قبل اللجان الشرعية حال تعرضها لأي تضيق أثناء تأدية مهامها.
- تحديد عدد أعضاء اللجنة الشرعية الداخلية والمؤهلات العلمية والعملية الواجب توفرها فيهم.
- تبيان شروط ضمان عدم تضارب المصالح لدى أعضاء اللجان الشرعية، ومن بين ذلك اشتراط ألا يكون المراقب الشرعي عضواً في اللجنة الشرعية الداخلية لأكثر من مؤسسة تنشط في صناعة واحدة.
- وهذه الضوابط وغيرها قد جاءت مفصلة في معايير ومبادئ إرشادية للحوكمة الشرعية أصدرتها العديد من المنظمات والهيئات الدولية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية، وهي معايير ومبادئ يمكن للسلطات الرقابية في الجزائر أن تسترشد بها عند وضعها لإطار الحوكمة الشرعية. ومن ضمن تلك المبادئ الإرشادية ما أصدره مجلس الخدمات المالية الإسلامية\* "IFSB" تحت عنوان "المبادئ الإرشادية لنظم الضوابط الشرعية للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية"، وقد عرفت هذه النظم بأنها: جملة من الترتيبات المؤسساتية والتنظيمية التي تتأكد من خلالها المؤسسات المقدمة لخدمات مالية إسلامية أن هناك إشرافاً شرعياً فعالاً مستقلاً على:

- إصدار الفتاوى والقرارات الشرعية.
- نشر المعلومات المتعلقة بتلك الفتاوى والقرارات.
- مراجعة وتدقيق الالتزام الشرعي للتأكد من وجود ذلك الالتزام.

---

\* مجلس الخدمات المالية الإسلامية: هو مجلس الخدمات المالية الإسلامية هو هيئة دولية، تضع معايير لتطوير وتعزيز متانة صناعة الخدمات المالية الإسلامية واستقرارها، وذلك بإصدار معايير احترازية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة (أنظر: Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in (Islamic Capital Markets, Op. cit, p: 22)

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- كتابة التقارير المتعلقة بذلك.

وقد احتوت هذه المبادئ الإرشادية على بيان الأسلوب الأمثل لنظام الضوابط الشرعية، وأكدت على مواصفات أعضاء اللجان الشرعية سواء فيما يتعلق بالكفاءة أو الاستقلالية عن تأثير الإدارة أو المحافظة على سرية المعلومات، كما أكدت هذه المبادئ على أن مسؤولية الالتزام الشرعي في نشاط المؤسسة لا تقع على عاتق اللجان الشرعية فحسب، بل يشترك في ذلك جميع أصحاب المصالح في الصناعة المالية الإسلامية بمن فيهم الزبائن والمساهمون والإدارة وكافة السلطات الإشرافية<sup>1</sup>.

**سادسا: جهات تنظيمية ورقابية أخرى:**

### **1- المديرية العامة للضرائب:**

وهي هيئة تابعة لوزارة المالية مكلفة بالسهر على دراسة واقتراح وإعداد النصوص التشريعية والتنظيمية، وكذا تنفيذ التدابير الضرورية لإعداد وعاء الضرائب وتصنيفتها وتحصيل الضرائب والحقوق والرسوم الجبائية وشبه الجبائية وغيرها من المهام ذات الصلة بالضرائب<sup>2</sup>.

### **2- مجلس المنافسة:**

وهو سلطة إدارية مستقلة تتمتع بالشخصية القانونية والاستقلال المالي، توضع لدى الوزير المكلف بالتجارة، وهو عبارة عن هيئة مكلفة بترقية المنافسة وحمايتها<sup>3</sup>. ومن ضمن اختصاصات المجلس التدخل والرقابة على مدى احترام الأعوان الاقتصاديين لقواعد المنافسة الحرة في السوق المالي. وتتجلى مظاهر تدخل المجلس في رقابة السوق المالية في حالات عدة منها:

- مراقبة مدى مساواة المتعاملين في السوق أمام المعلومات.
- عرقلة تحديد الأسعار حسب قواعد السوق بالتشجيع المصطنع لارتفاعها أو انخفاضها.
- التعسف الناتج عن وضعية هيمنة على السوق أو احتكار لها أو على جزء منها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 222.

<sup>2</sup> المادة 5: المرسوم التنفيذي رقم 364-07 المؤرخ في 28 نوفمبر سنة 2007 والمتضمن تنظيم الإدارة المركزية في وزارة المالية، مرجع سابق، ص: 15-16.

<sup>3</sup> حميل نورة، مرجع سابق، ص: 33.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص: 96-98.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### 3- المجلس الوطني للمحاسبة:

هو الهيئة العليا المسؤولة عن تنظيم مهنة المحاسبة في البلاد، ويقع تحت سلطة وزير المالية، ويتولى مهام الاعتماد والتقييس المحاسبي وتنظيم ومتابعة المهن المحاسبية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك الجزائرية

#### أولاً: المصدرون:

##### 1- الجهات السيادية:

لكي تواجه الدولة الندرة في مواردها المالية التي باتت تعاني منها منذ سنوات إثر الأزمة النفطية لسنة 2014، من الجيد كما بينا في الفصل الثاني من هذا البحث أن تقوم بإصدار صكوك إسلامية تستقطب من خلالها الموارد المالية الموجودة خارج النظام المصرفي. ولأجل ذلك فإن المُتوقع والمأمول هو أن تسيطر الإصدارات السيادية على سوق الصكوك، وهذا ما عملت عليه السعودية منذ السنوات الأولى من الأزمة النفطية التي طالتها كما طالت الجزائر باعتبار البلدين يعتمدان على عائدات النفط كمصدر وحيد للإيرادات.

وأول خطوة ينبغي على الدولة اتخاذها في الطريق نحو استخدام الصكوك كمصدر تمويلي هي دراسة وتحديد أنواع الصكوك التي يمكنها أن تفي بالغرض الذي ستصدر من أجله، والتي في الوقت نفسه تكون محل قبول من طرف المستثمرين المحتملين خاصة فيما يتعلق بالجانب الشرعي باجتناّب كل ما قد يهز الثقة في شرعية الصكوك، كالتعامل ببيع العينة على سبيل المثال الذي يعد محرماً في المذهب المالكي السائد في الجزائر.

وبعد تحديد أنواع الصكوك التي ستعتمدها الدولة لتوفير احتياجاتها المالية، وتأطير تلك الأنواع من خلال نص تنظيمي؛ تقوم المديرية العامة للخزينة بوضع خطة لإصدارات الصكوك السيادية وذلك في بداية كل سنة مالية وتكون هذه الخطة جزءاً من خطة أوسع تتعلق بإدارة الدين العام. وتتضمن خطة إصدارات الصكوك بياناً لحجم الصكوك المرتقب إصدارها خلال السنة الموالية ونسبتها من إجمالي الناتج المحلي والمخاطر الممكن أن تعترضها والسبل التي ستتبع للحد من تلك المخاطر، ويضاف لذلك استعراض لجدول الإصدارات المخطط لها خلال تلك السنة وهذا حتى يصبح للدولة إصدارات منتظمة من الصكوك تمّول من خلالها ميزانيتها على غرار إصدارات الاستثمار الحكومية الماليزية MGII والإصدارات الحكومية السعودية المقومة بالريال.

<sup>1</sup> المادة 4: القانون رقم 10-01 المؤرخ في 29 جوان 2010، والمتعلق بمهن الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 42، الصادر بتاريخ: 11 جويلية 2010، ص: 4.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

ولجوء الجهات السيادية لإصدار الصكوك ليس الغرض الوحيد منه هو سد العجز المالي للخزينة العمومية، وإن كان هو الغرض الأساس؛ حيث يمكن أن يكون الغرض هو إدارة السيولة المصرفية من خلال أدوات مالية إسلامية بديلة عن السندات التي لا يمكن لبنك الجزائر التعامل بها في علاقته مع البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية. كما قد يكون الغرض هو مساعدة البنوك والمؤسسات المالية على الانضباط بمتطلبات السيولة القانونية التي تخضع لها من خلال توفير أوراق مالية إسلامية بديلة عن السندات تتمتع بقدر عالي من السيولة. إلى جانب ذلك قد يكون الغرض هو تطوير سوق الصكوك في حد ذاته من خلال بناء منحى عائد قياسي يُسهل عملية تسعير الصكوك.

وأياً ما كان غرض الدولة من إصدارها للصكوك الإسلامية، عليها أن توفر في إصداراتها تلك جملة من العوامل التي تجتذب من خلالها أكبر فئة من المستثمرين (مؤسسات وأفراد، أجنبى ومحليين)، وتحقق من خلالها أكبر استفادة من سوق الصكوك. ولأجل ذلك لا بد من تنوع الصكوك المصدرة سواء من حيث مدد الاستحقاق أو العقود الشرعية أو العملة المصدر بها، كما لا بد من توفير عامل السيولة الذي يعد أهم عامل جذب للمستثمرين، من خلال إدراج الصكوك الإسلامية للتداول في البورصة بعد تهيئة البيئة القانونية التي تسمح بذلك، مع توفير المتطلبات الرئيسة لتفعيل ونجاح التداول التي منها<sup>1</sup>:

- مرونة التشريع: فالمسألة ليست مرتبطة بوجود تشريع يسمح بتداول الصكوك في البورصة فحسب، بقدر ما هي مرتبطة بعوامل تضمن سلاسة ونجاح إدراج وتداول الإصدار، بالإضافة إلى تشجيع مزيد من الإصدارات ومرونة التشريع بحيث يستوعب التعديلات المستقبلية التي من الممكن أن تطرأ وفقاً للمعطيات والتطورات الاقتصادية والتنموية.

- إعفاء تداول الصكوك من الضرائب والرسوم بأنواعها سواء في حال البيع أو الشراء وذلك لتشجيع المستثمرين على الإقبال على هذه الأدوات.

- تعزيز الشفافية والحوكمة والرقابة الشرعية، بالإضافة للرقابة المالية والإدارية من الإصدار مروراً بالتداول وصولاً إلى الإطفاء، وذلك تحفيزاً للمستثمرين على الإقبال على هذه الأدوات؛ بالإضافة إلى أن ذلك من شروط ضمان نزاهة الصكوك وتداولها وهو من الأساسيات الشرعية المرافقة.

- تشجيع الإصدارات الأولية الضخمة لتكون نقطة بداية لتشكيل سوق ثانوية فاعلة خاصة في بداية طرح هذه المنتجات عبر البورصة.

- طرح الحكومة لإصدارات حصيفة عبر مؤسساتها وشركاتها.

- تشجيع صناديق الاستثمار وتنوع مكوناتها بحيث تشمل الصكوك الإسلامية.

<sup>1</sup> خولة فريز عوض النوباني: هيكل الصكوك بين الفقه والممارسة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2017، ص ص: 48-50.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وإلى جانب هذه المتطلبات على المديرية العامة للخرزينة القيام بإدخال نظام "المتعاملين الأوليين". وهذا النظام مطبق حاليا على "سندات الخزينة المماثلة (OAT)"، من خلال متعاملين يطلق عليهم اسم "المتخصصين في سندات الخزينة"، الذين قد يكونون بنوكا أو مؤسسات مالية أو تعاقديات أو شركات تأمينات اقتصادية أو صناديق تأمين اجتماعية وتقاعد أو وسطاء في عمليات البورصة؛ ويتم اعتمادهم من قبل المديرية بعد استيفائهم لجملة من الشروط<sup>1</sup>. ويمكن في بداية العمل بالصكوك السيادية الاستفادة من "المتخصصين في سندات الخزينة" كمتعاملين أوليين، وفي مرحلة متقدمة يمكن إدخال نظام "المتعاملين الأوليين الإسلاميين" الذين يقتصر تدخلهم على الصكوك الإسلامية السيادية فحسب كما هو معمول به في ماليزيا.

### 2- الشركات

في الجزائر تنشط آلاف الشركات سواء من القطاع العام أو الخاص في شتى المجالات ينتظر أن تتجه العديد منها لسوق الصكوك من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية، نظرا لتلاؤم هذه المنتجات مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وللتنوع الكبير في أنواع الصكوك الذي يتيح للشركات فرصة تنويع مصادر تمويلها، عكس الاقتراض المصرفي وأيضا عكس السندات في السوق المالي.

وانضمام الشركات لسوق الصكوك هو أمر في غاية الأهمية لكون الشركات هي المحرك الأساس للأسواق المالية، وهي العامل الذي يؤدي إلى نموها. وحتى يستفيد سوق الصكوك حال تأسيسه من العدد الكبير نسبيا من الشركات في توسيع قاعدة المصدرين ومن ثم توسيع السوق وزيادة قدرته التمويلية للاقتصاد لا بد من اتخاذ الإجراءات التالية:

- تبسيط الإجراءات اللازمة لوصول الشركات لسوق الصكوك.
- توعية الشركات بالمزايا التي تمنحها إياها الصكوك مع تأهيل هذه الشركات وتهيئتها للقيام بعملية الإصدار.
- دفع المؤسسات الكبرى ذات الصلة بالدولة كالصندوق الوطني للاستثمار والشركات العامة في كافة القطاعات سواء قطاع الكهرباء أو قطاع النفط والغاز أو قطاع البناء والأشغال العمومية أو الاتصالات أو غيرها، لِتَصَدَّرَ عملية إصدار الصكوك.
- جعل تكاليف إصدار الصكوك منافسة لتكاليف التمويل البنكي. ومن ذلك منح الشركات خصومات ضريبية على مصاريف إصدار الصكوك.
- بناء منحنيات العائد القياسية للإصدارات الحكومية لتسهيل عملية تسعير الصكوك بالنسبة للشركات من خلال استرشادها بتلك المنحنيات.

<sup>1</sup> تحليل نورة، مرجع سابق، ص 285.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- تسهيل عملية إنشاء الشركات ذات الغرض الخاص لتمكين الشركات المصدرة للصكوك، من إخراج الأصول المتعلقة بعملية التصكيك من ذمتهم، وبالتالي تحويل المخاطر المرتبطة بتلك الأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص.

- تمكين الشركات في القطاع البنكي من إصدار صكوك تلي متطلبات بازل III لكفاية رأس المال.

### ثانيا: المستثمرون:

عند إنشاء سوق الصكوك بالجزائر يرتقب أن يجد من خلالها المستثمرون الحاليون في السندات أداة لتنويع محافظهم الاستثمارية، وإلى جانب هؤلاء المستثمرين ستشهد السوق المالية لأول مرة دخول فئة جديدة من المستثمرين كانت طيلة سنوات محرومة من ذلك، وهي الفئة التي لا طالما كانت تبحث عن أوعية استثمارية في السوق المالي تتماشى مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وبصفة عامة فإن المستثمرين سواء كانوا من الفئة الأولى أو الفئة الثانية يصنفون إلى صنفين مؤسسات وأفراد.

### 1- المؤسسات:

يشمل المستثمرون المؤسسيون الفئات التالية:

أ- الشركات: عادة تمثل الشركات أكبر المستثمرين المؤسسيين في أسواق الأوراق المالية، وحتى تنجح سوق القيم المنقولة في استقطاب هذه الفئة الهامة من المستثمرين وتستفيد منها في تنشيط الطلب على الصكوك الإسلامية لا بد من القيام بجملة إجراءات نذكر أهمها فيما يلي:

- تقديم حوافز ضريبية.

- الحرص على إجراء تصنيف ائتماني للصكوك المصدرة.

- توفير عوائد تنافسية للصكوك عما تقدمه البنوك كمقابل لإيداع الأموال فيها.

- توسيع إصدارات الصكوك السيادية مع إدراجها للتداول في البورصة لتمكين المستثمرين من تسيلها متى شاءوا.

- التقرب من الشركات وتوعيتهم بالمنتج الجديد الذي أدخل بسوق القيم المنقولة وما سيوفره لهم من خيارات استثمارية متعددة.

- دفع الشركات المرتبطة بالدولة لتصدّر عملية الاستثمار في الصكوك.

- توفير نظام تداول إلكتروني يسمح بشراء وبيع الصكوك الإسلامية عن طريق الإنترنت.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

**ب- البنوك:** عند الحديث عن البنوك كمستثمرين محتملين في سوق الصكوك الجزائري، فإن المقصود من ذلك كل من البنوك التقليدية والإسلامية على حد سواء، وإن كانت البنوك الإسلامية في حاجة أكبر لسوق الصكوك لمحدودية الفرص الاستثمارية المتاحة لتصريف ما لديها من فوائض في السيولة. إلا أن السوق يبقى في حاجة لاستقطاب أكبر عدد من البنوك سواء إسلامية أو تقليدية خاصة في مراحله الأولى مادام عدد البنوك الإسلامية النشطة محدودا، حيث إن دخول البنوك التقليدية كمستثمرين في سوق الصكوك سيمكن من تنشيط الطلب على الصكوك نظرا لسيطرة هذه البنوك على نشاط جمع الودائع. وبالموازاة مع دخول البنوك التقليدية كمستثمرين، لا بد من العمل على رفع كافة العقبات التي تقف أمام انضمام بنوك إسلامية جديدة للسوق المصرفي الجزائري، ومن هذه العقبات ما تعرضنا له فيما سبق سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية.

وحتى تكون سوق الصكوك جاذبة لاستثمارات البنوك ينبغي أن تتوفر على الشروط العامة التي تحتاجها أي شركة تستثمر في السوق من حوافز ضريبية، وإصدارات ذات تصنيفات ائتمانية مقبولة، وعوائد تنافسية، وسوق ثانوي نشط... ونحوها من الشروط. وإلى جانب ذلك ينبغي أن تتوفر السوق على صكوك بديلة عن السندات التي يستخدمها بنك الجزائر كأدوات لإدارة السيولة المصرفية، وأيضا على صكوك معترف بها كأصول سائلة عالية الجودة، والتي يفرض توفيرها على الحكومة إنشاء برنامج يتضمن إصدارات منتظمة للصكوك بأحجام كافية ووفق آجال استحقاق نمطية، وهو ما يسمح بتوفير أساس لإيجاد سوق يتسم بالسيولة والعمق والاتساع في مثل هذه الأدوات المالية يتوافق مع متطلبات الموجودات السائلة عالية الجودة<sup>1</sup>.

**ج- شركات التأمين:** إن إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري يُرتقب من خلاله استقطاب شركات التأمين التقليدي التي ستجد في الصكوك أداة لتنويع استثماراتها، كما يرتقب من خلاله استقطاب شركة التأمين التكافلي الوحيدة في السوق (شركة سلامة للتأمينات) التي ستجد في الصكوك فرصة استثمارية مربحة تخلصها من المشاكل الاستثمارية التي تعترضها نتيجة غياب الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي يمكن أن تستثمر فيها مدخراتها. وهذا ما سيحسن من نتائج الشركة والمساهمين.

ولكي يستقطب سوق الصكوك شركات التأمين بصفة عامة وشركات التأمين التكافلي بصفة خاصة لا بد أن يكون هناك نشاط بالأخص في إصدارات الصكوك الحكومية، حيث أعرب مسؤولو شركة سلامة للتأمينات عن نيتهم في اقتحام البورصة بقوة في حال ما تم فتح نظام الصكوك الإسلامية السيادية وبمردود متوسط.

ومشاركة شركة سلامة في سوق الصكوك يعد أمرا إيجابيا بشكل كبير، غير أن السوق يبقى في حاجة لمشاركة عدد أكبر من هذا النوع من الشركات لما لها من قدرة كبيرة على تنشيط الطلب على الصكوك، ومن ثم تحفيز جانب

<sup>1</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية: المبادئ الإرشادية رقم 6 المتعلقة بالمعايير الكمية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية [عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي]، أبريل 2015، ص: 15.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

العرض مما يؤدي إلى زيادة اتساع السوق. لذا تبقى الحاجة ملحة لتذليل كافة العقبات التي تواجه صناعة التأمين التكافلي، والتي تقف حجرة عثرة أمام انضمام شركات جديدة لسوق التأمينات بالجزائر، ومن هذه العقبات ما تعرضنا له فيما سبق سواء من الناحية التنظيمية أو من الناحية القانونية.

**د- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م):** تعد (ه.ت.ج.ق.م) شركات أو صناديق تهدف إلى تكوين وتسيير محافظ للقيم المنقولة لحساب الغير، فهي مؤهلة إلى جمع المدخرات لاستثمارها في السوق المالي وفق سياسة استثمارية واضحة<sup>1</sup>.

بإمكان هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (صناديق الاستثمار) استثمار ما تجمعه من مدخرات في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى، وعلى هذا الأساس صنفت هذه الهيئات للأصناف التالية:

(ه.ت.ج.ق.م) ذات أسهم: تستثمر 60% من محافظتها في الأسهم.

(ه.ت.ج.ق.م) ذات سندات دين: تستثمر 60% من محافظتها في سندات دين وسندات أخرى شبيهة لها.

(ه.ت.ج.ق.م) النقدية: تستثمر 60% من محافظتها في أدوات السوق النقدية.

(ه.ت.ج.ق.م) المتنوعة: لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في المحفظة.

وبصفة عامة يتوجب على (ه.ت.ج.ق.م) السهر على احترام قواعد الحذر والتسيير التي حددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والتي من خلالها تم تحديد نسب معينة تتقيد بها (ه.ت.ج.ق.م) عند توظيف أموالها، والغرض من هذه القواعد هو توزيع المخاطر المترتبة عن تقلبات الأسواق.<sup>2</sup>

وإنشاء هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة يتطلب الحصول على اعتماد من لجنة COSOB. ولحد الساعة لم يتم اعتماد سوى هيئة توظيف جماعي وحيدة وذلك سنة 1998 وهي شركة الاستثمار المالي "SICAV" "CELIM"<sup>3</sup>. والشركة لا تزال مغلقة، ولا يزال رأس مالها مملوكًا للمساهمين المؤسسين، وهم البنك الوطني الجزائري وبنك التنمية المحلية وشركة التأمين الجزائرية.

وحسب الإحصائيات المنشورة في تقرير COSOB لسنة 2017، فإن أموال شركة "SICAV CELIM" وجهت للسندات الحكومية بنسبة (63%) والأسهم بنسبة (17%) وسندات الشركات بنسبة (13%) والباقي، أي

<sup>1</sup> الموقع الرسمي للجنة COSOB، على الرابط التالي: <https://www.COSOB.org/ar/opcvn>

<sup>2</sup> لجنة COSOB: هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، 2004. ص ص: 2، 5. متوفر على موقع اللجنة، على الرابط التالي:

[https://www.COSOB.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-guide\\_opcvn.pdf](https://www.COSOB.org/wp-content/uploads/2014/11/publications-guide_opcvn.pdf) . بتصرف

<sup>3</sup> الموقع الرسمي للجنة COSOB، على الرابط التالي: <https://www.COSOB.org/ar/opcvn>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

3٪ وجهت للودائع لأجل، وهذا الهيكل لمحفظه الشركة يتوافق مع قواعد الحذر والتسيير التي أقرتها COSOB، باستثناء السندات الحكومية التي سجلت زيادة طفيفة بنسبة 3٪ عن الحد المسموح به. ونظرا لكون بورصة الجزائر لا تتوفر على فرص وبدائل استثمارية متنوعة كما بينا في الفصل الثاني من هذه الدراسة، فإن ذلك قد تسبب منذ بدء نشاط الشركة ولحد الساعة في ارتفاع معدل الرسوم الإدارية<sup>٥</sup> عن السقف المحدد لها المتمثل في 2٪ من القيمة الصافية لأصول الصندوق.<sup>1</sup>

وتوفير الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري سيمنح شركة "SICAV CELIM" فرصة لتنويع محفظة استثماراتها وهو ما يساعدها على التقيد بالسقف الخاص بمعدل الرسوم الإدارية التي تجنيها. واستثمار (ه.ت.ج.ق.م) الوحيدة في سوق الصكوك وإن كان لصالح السوق إلا أنه يبقى غير كافي البتة إذ لا بد من العمل على إنشاء صناديق استثمار أخرى مع منحها حوافر كافية للاستثمار في الصكوك لتنشيط الطلب أكثر على هذه الأدوات الاستثمارية.

وعلى البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي أن تعمل بشكل جاد على إنشاء صناديق استثمار إسلامية (صناديق REIT، صناديق SRI، صناديق استثمار مغلقة، ...)، تستثمر جزءا من محفظتها في الصكوك الإسلامية. وصناديق أخرى متخصصة فقط في الاستثمار في الصكوك السيادية. وقد يكون إدماج الصكوك الإسلامية ضمن القيم المنقولة المرخص التعامل بها في بورصة الجزائر في حد ذاته حافزا على إنشاء صناديق الاستثمار هذه. إذ تمنح الصكوك هذه الاخيرة خيارات استثمارية متعددة بما يتماشى مع المبادئ التي تقوم عليها، عكس ما هو واقع حاليا إذ لا توجد أي أدوات مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية تشجع على إنشائها.

### هـ - هيئات الضمان الاجتماعي والتعاضديات الاجتماعية: تتكون منظومة الضمان الاجتماعي بالجزائر من

الصناديق التالية:

- الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الاجراء.
- الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء.
- الصندوق الوطني للتأمين على البطالة.
- الصندوق الوطني للتقاعد.
- الصندوق الوطني للعطل مدفوعة الأجر والبطالة الناجمة عن سوء الأحوال الجوية لقطاعات البناء والأشغال العمومية والري.
- الصندوق الوطني لمعادلة الخدمات الاجتماعية.

<sup>٥</sup> رسوم الإدارة: هي رسوم يتقاضاها مدير صندوق الاستثمار مقابل إدارته.

<sup>1</sup> COSOB: Rapport annuel 2017, p: 45.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وصناديق الضمان الاجتماعي على اختلافها عادة ما تحوز على أموال معتبرة تتطلب منها باستمرار الدخول في استثمارات متنوعة ذات عوائد مجدية تحافظ من خلالها على قيمة تلك الأموال، ومن ثم على استدامة قدرتها على تمويل نظام الضمان الاجتماعي. وحاجة هذه الصناديق للدخول في استثمارات متنوعة باتت أكثر إلحاحا في السنوات الأخيرة إثر الأزمة النفطية لسنة 2014، خاصة ما يتعلق بالصندوق الوطني للتقاعد الذي أصبح يعاني منذ سنوات من اختلالات مالية كبيرة. ولأن استثمارات صناديق الضمان الاجتماعي محدودة فهي تشمل كلا من الاستثمار في قيم الدولة وفي الأموال العقارية وفي السوق النقدية<sup>1</sup>؛ يرتقب أن تجد هذه الصناديق في الصكوك حال إدماجها وسيلة هامة لتنويع استثماراتها تلك. وذلك لا يتم إلا بتوفير جملة من الشروط، منها ما يلي:

- الإصدار المنتظم للصكوك السيادية خاصة منها طويلة الأجل التي تتلاءم مع طبيعة الأموال التي تحوز عليها هذه الصناديق.

- توفير حوافر ضريبية لاستثمار هذه الصناديق في الصكوك.

- توفير عوائد تنافسية للصكوك السيادية عما تقدمه سندات الخزينة من فوائد.

- منح المشتركين في هذه الصناديق خاصة منها الصندوق الوطني للتقاعد كامل الحرية في الاختيار بين الاستثمار وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية من خلال "نظام ضمان اجتماعي إسلامي" أو الاستثمار بالطرق التقليدية على غرار المعمول به لدى صندوق ادخار الموظفين (EPF) بماليزيا.

وليس بعيدا عن هيئات الضمان الاجتماعي وبالتحديد الصندوق الوطني للتقاعد، يمكن الإشارة إلى أنه في سنة 2006 تم إنشاء صندوق سمي بـ "الصندوق الوطني لاحتياجات التقاعد"، مهمته تسيير الموارد المالية المسندة إليه من أجل تكوين احتياطات موجهة للمساهمة في استمرار المنظومة الوطنية للتقاعد وديمومتها، حيث يتدخل الصندوق في حال وقوع اختلال مالي خطير يتسبب في إعاقاة عملية دفع معاشات التقاعد الخاصة بالنظام الإجباري للتقاعد<sup>2</sup>.

وتتكون الموارد المالية للصندوق من:

- 2% من ناتج الجباية البترولية.

- حصة من الفائض في خزينة صناديق الضمان الاجتماعي.

<sup>1</sup> المادة 81: القانون رقم 04-21 المؤرخ في 29 ديسمبر سنة 2004 المتضمن لقانون المالية لسنة 2005، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 85، الصادر بتاريخ: 30 ديسمبر 2004، ص: 24.

<sup>2</sup> المادة 15: المرسوم التنفيذي رقم 07-58 المؤرخ في 31 جانفي سنة 2007 المتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياجات التقاعد وسيره، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 10، الصادر بتاريخ: 7 فيفري 2007، ص: 11.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- حصة من عائدات تأجير وبيع الأملاك العقارية والمنقولة للصناديق المكلفة بضمان أداءات التقاعد.

- عائدات توظيف الأموال.

- الهبات والوصايا.

- كل الموارد الأخرى أو المساهمات أو الإعانات المحتملة.<sup>1</sup>

أما استخدامات الصندوق فتشمل الإنفاق لإعادة التوازن المالي لـ "صندوق التقاعد"، كما تشمل توظيف موارد الصندوق في "سندات الدولة لدى الخزانة العمومية"<sup>2</sup>.

وفي ظل الاختلال المالي الذي يعانيه صندوق التقاعد منذ سنوات، فإن ذلك سيؤدي مع الوقت إلى استنزاف موارد صندوق احتياطات التقاعد خاصة وأن تلك الموارد ترتبط في جزء منها بمصدر يعرف تراجعاً كبيراً في السنوات الأخيرة والمتمثل في عائدات الحماية البترولية. وهذا الوضع يفرض على الصندوق البحث عن مصادر تمويل أخرى تساعده على الاستمرار في أداء المهمة الموكلة إليه، ويتم ذلك من خلال التركيز على استثمارات الصندوق وسبل تنويعها والرفع من عوائدها. ومن تلك السبل اللجوء للصكوك، وبالذات الصكوك السيادية باختلاف أنواعها وهي النظر الإسلامي لسندات الدولة التي تُعتبر أداة الاستثمار الوحيدة للصندوق لحد الساعة. وحتى يلجأ صندوق احتياطات التقاعد لسوق الصكوك بصفته مستثمراً فيها لا بد من توفير الشروط ذاتها التي تم ذكرها فيما يتعلق بصناديق الضمان الاجتماعي.

وبعد هيئات الضمان الاجتماعي تأتي "التعاضديات الاجتماعية" لتشكل الدعامة الثانية للمنظومة الوطنية للحماية الاجتماعية، والتعاضديات عبارة عن أشخاص معنوية ذات غرض غير ربحي<sup>3</sup> تهدف للقيام بأعمال التضامن لفائدة أعضائها المنخرطين من خلال ما يدفعونه من اشتراكات<sup>4</sup>. ومن ضمن الأعمال التضامنية ذات الصلة بموضوعنا ما يتعلق بخدمة التقاعد التكميلي التي نص عليها القانون الجديد للتعاضديات الاجتماعية الحامل للرقم 02-15. وهذه الخدمة هي "خدمة نظام اختيارية" ترمي لتمكين العمال من الحصول على معاش تقاعد تكميلي عند وصولهم للسن القانوني للتقاعد شريطة ضمان اشتراكهم في التعاضدية لمدة لا تقل عن 15 سنة<sup>5</sup>. وتمويل هذه الخدمة يتم من

<sup>1</sup> المادة 30: الأمر رقم 04 - 06، مرجع سابق، ص: 9.

<sup>2</sup> المادة 3: المرسوم التنفيذي رقم 09-103 المؤرخ في 10 مارس سنة 2009، المعدلة لأحكام المادة 7 من المرسوم التنفيذي رقم 07-58 المتضمن

تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد وسيوره، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16، الصادر بتاريخ: 15 مارس 2009، ص: 8.

<sup>3</sup> المادة 2: القانون رقم 02-15 المؤرخ في 4 جانفي سنة 2015 والمتعلق بالتعاضديات الاجتماعية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 1،

الصادر بتاريخ: 7 جانفي 2015، ص: 10.

<sup>4</sup> المادة 3، المرجع السابق، الصفحة نفسها.

<sup>5</sup> المادة 16، المرجع السابق، ص: 12.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

خلال تأسيس "صندوق تقاعد تكميلي" تنشئه التعااضدية<sup>1</sup>. ويشترط في هذا الصندوق أن يسير ماليا ومحاسبيا بشكل منفصل عن التسيير المالي والمحاسبي الخاص بالخدمات الأخرى للتعااضدية الاجتماعية، وألا يتم توظيف موارد صندوق التقاعد التكميلي سوى في قيم الخزينة العمومية أو بالسندات التي تصدرها الدولة أو تضمنها<sup>2</sup>، وهي توظيفات محدودة وتستبعد كلية الأدوات المالية المراعية لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية رغم أهميتها. لذلك فإن ما ذكرناه في السابق بخصوص صناديق الضمان الاجتماعي ينسحب أيضا على صندوق التقاعد التكميلي، ونقول أنه من المرتقب أن يجد هذا الصندوق في الصكوك حال إدماجها وسيلة هامة لتنويع توظيفاته تلك. وليتم ذلك لا بد من توفير الشروط ذاتها التي سبق ذكرها عند الحديث عن صناديق الضمان الاجتماعي.

### 2- الأفراد:

يشكل الأفراد ذوي الملاة المالية الصغيرة فئة واسعة من المستثمرين لم تنجح البورصة لحد الآن من استقطابها. وحتى لا يستمر الحال كذلك بالنسبة لسوق الصكوك، ولكي ينجح هذا الأخير في استقطاب فئة المستثمرين الأفراد لإشراكهم في عملية تمويل التنمية في البلاد لا بد من أن يوفر جملة شروط نذكر أهمها فيما يلي، وذلك على ضوء ما قامت به ماليزيا والسعودية لتجاوز مشكلة ضعف المستثمرين الأفراد التي شهدتها سوق الصكوك في كلا البلدين وأيضاً على ضوء ما يتلاءم مع خصائص البيئة الجزائرية.

- تمكين المستثمرين من الوصول للصكوك سواء المصدرة من قبل الحكومة أو الشركات، بطريقة مباشرة أو عن طريق صناديق الاستثمار.
- جعل القيمة الإسمية للصكوك السيادية في متناول الأفراد.
- وضع COSOB لقواعد خاصة بإصدارات الشركات للصكوك المستهدفة لفئة الأفراد (صكوك التجزئة).
- تشجيع الشركات على طرح صكوك التجزئة بمنحهم حوافز ضريبية.
- توفير عوائد تنافسية للصكوك عما تقدمه البنوك كمقابل لإيداع الأموال فيها.
- تقديم حوافز ضريبية لمستثمري التجزئة.
- توفير سوق ثانوي نشط لتداول الصكوك الإسلامية.
- التقرب من أفراد المجتمع وتوعيتهم بالمنتج الجديد الذي أدخل بسوق القيم المنقولة وما سيوفره لهم من خيارات استثمارية متعددة.

<sup>1</sup> المادة 17، المرجع السابق، الصفحة نفسها.

<sup>2</sup> المادة 19، المرجع السابق.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- مساعدة الأفراد على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشكل واع من خلال:
- فرض شروط صارمة للإفصاح تلتزم بها الشركات المصدرة لصكوك التجزئة.
- إلزام الشركات المصدرة لصكوك التجزئة بتصنيف إصداراتها ائتمانيا نظرا لكون غالبية الأفراد لا يمتلكون الكفاءة والقدرة على تحليل مخاطر الاستثمار.
- توفير المعلومات الكافية، والفهم الجيد للصكوك بالقيام بالآتي:
- إنشاء لجنة COSOB بالتعاون مع بنك الجزائر والمجلس الإسلامي الأعلى لموقع إلكتروني مخصص لتعليم كافة المستثمرين بما فيهم الأفراد كل ما يتعلق بسوق الصكوك والبنية التحتية للسوق والوسطاء وغيرها من الأمور ذات الصلة، مع توضيح ما للمستثمرين من حقوق وما عليهم من واجبات لتفادي وقوع أي استغلال خاطئ لهم وتفاذي وقوعهم في أي مخالفات.
- توفير لجنة COSOB في موقعها على الإنترنت لكافة القوانين والأنظمة المرتبطة بسوق الصكوك، سواء تعلق الأمر بالصكوك في حد ذاتها أو المتدخلين في السوق.
- توفير شركة SGBV في موقعها الإلكتروني لكافة المعلومات المحدثة والدقيقة المتعلقة بالصكوك المصدرة، ما يسمح برفع مستوى الشفافية في السوق الأولي والثانوي للصكوك، وما يؤدي إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين في الصكوك بما في ذلك المستثمرين الأفراد.
- تقديم مواقع الإنترنت الخاصة بكافة الفاعلين في سوق الصكوك معلومات عن دورهم المرتبط بالسوق وعن سبل الاستفادة من خدماتهم، مع مساهمة كل مؤسسة بقدر تدخلها في السوق في تنمية الوعي لدى المستثمرين.
- فرض استخدام اللغة العربية عند تقديم المعلومات لضمان فهمها من قبل غالبية الأفراد وعدم الاقتصار على اللغة الفرنسية كما هو حاصل في كثير من الأحيان إذ نجد على سبيل المثال أن التقارير السنوية للجنة COSOB ولبورصة الجزائر تصدر منذ سنوات باللغة الفرنسية دون العربية. وكذلك الحال بالنسبة للمذكرات الإعلامية التي تحتوي عادة على جميع المعلومات التي تعتبر مفيدة لقرار الاستثمار في الأوراق المالية والمنشورة على مستوى موقع لجنة COSOB، حيث نجد أن جميعها متوفر بالفرنسية مع غياب كلي للنسخة العربية، وهو ما من شأنه أن يؤثر سلبا على السوق المالي بصفة عامة وليس فقط على سوق الصكوك.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

يضاف لأنواع المستثمرين المحتملين في سوق الصكوك المذكورين فيما سبق فئة من المستثمرين كانت ولا زالت مستبعدة عن السوق المالي الجزائري، وهي فئة المستثمرين غير المقيمين (جزائريين كانوا أو أجنب) التي سبق وأن لاحظنا اهتماما من قبل السلطات الماليزية والسعودية بتوفير كافة الظروف الملائمة لجذبها لتحفيز الطلب على الصكوك خاصة منها الحكومية. وللاستفادة من هذه الفئة في تعزيز عمق سوق الصكوك الجزائري - حال تأسيسه - والرفع من كفاءته، إلى جانب تحسين مستوى الشفافية والإفصاح فيه، لا بد أن توفر الجهات التنظيمية والرقابية للسوق جملة من الأمور تستقطب من خلالها هذه الفئة من المستثمرين ومن جملة ذلك:

- تنوع المعروض من الصكوك حسب الآجال وحسب الصيغ المقبولة لدى الفئة المستهدفة من الأجانب.
- منح المستثمرين الأجانب كامل القدرة على الوصول للمعلومات ذات الصلة بالصكوك المصدرة.
- توفير سوق ثانوي نشط لتداول الصكوك.
- وضع إطار قانوني يُعنى بالأمور التالية:
- الفئات المؤهلة للاستثمار في الصكوك وقيود الاستثمار حسب القيمة وحسب العملة.
- أنواع الصكوك المسموح الاستثمار فيها.
- قواعد تحويل العملات المتعلقة بدخول رأس المال وخروجه.
- قواعد فرض الضرائب على الصكوك المحتفظ بها من قبل المستثمرين الأجانب والحوافز الضريبية الممنوحة لهم.

وقبل هذا وذاك، وحتى تُثمر جهود الجهات التنظيمية والرقابية للسوق المالي في توفير جملة الأمور سابقة الذكر لاستقطاب غير المقيمين للاستثمار في الصكوك، لا بد أولاً أن يكون هناك استقرار على المستوى السياسي والاقتصادي والتشريعي ومن دون ذلك لن يغامر أي أجنبي بضخ أمواله في السوق.

والسماح لغير المقيمين بالاستثمار في الصكوك الإسلامية بعد تهيئة الظروف المناسبة لذلك يمكن أن يشمل في البداية فئة لا طالما انتظر مسؤولو البورصة دخولها للسوق، وهي فئة الجزائريين المقيمين بالخارج الذين يرى ذات المسؤولين أنه من غير المعقول عدم تمكنهم من استثمار أموالهم ببورصة بلدهم<sup>1</sup>. وفي مرحلة أخرى يمكن فتح باب الاستثمار للشركات الأجنبية الكبرى، والصناديق السيادية وصناديق الاستثمار الأجنبية وغيرها.

<sup>1</sup> متوفر على موقع لجنة COSOB، على الرابط التالي:

<https://www.COSOB.org/wp-content/uploads/2019/06/Entretien-du-Pr%C3%A9sident-de-la-COSOB-accord%C3%A9-%C3%A0-IAPS.pdf>

### المبحث الثالث: البيئة القانونية المقترحة لصناعة الصكوك في الجزائر

تعتبر تهيئة البيئة القانونية المناسبة للعمل بالصكوك الإسلامية أحد أهم دعائم نجاح الصكوك الإسلامية التي استتجناها في الفصل السابق. ومع تزايد الاهتمام بموضوع الصكوك في الأوساط الاقتصادية العالمية، اهتمت العديد من الدول الإسلامية وغيرها بإصدار القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات إصدار وتداول الصكوك في بلدانها، وهذا ما قامت به الأردن سنة 2012 ومصر وتونس سنة 2013، وكذلك فرنسا التي أصدرت سنة 2010 نصوصا جبائية تتعلق ببعض المنتجات المالية الإسلامية ومنها الصكوك. وقد تأست هذه الحكومات بما قامت به الدول التي نشأت وتطورت فيها هذه الصناعة كماليزيا والبحرين، والتي صاحبها إيجاد وتطوير بيئة قانونية وتنظيمية متكاملة عملت على ترسيخ وجودها في تلك البلاد<sup>1</sup>.

ومقابل تسابق دول العالم نحو تحسين البيئة القانونية للصكوك الإسلامية لتتمكن من الاستفادة من قدرة هذه الأخيرة على جذب الاستثمارات، وقفت الجزائر موقف المتفرج إذ غاب فيها العمل بالصكوك الإسلامية وغاب معه تقنين هذه الأدوات التمويلية والاستثمارية.

وكيلا يبقى هذا حال الجزائر مع ما لها من مكانة بين الدول؛ لا بد من الإسراع في وضع تقنين للعمل بالصكوك الإسلامية. وقد يتم ذلك على مراحل، حيث في البداية يتم تعديل القوانين الحالية لتستوعب العمل بالصكوك الإسلامية، وفي مرحلة لاحقة يتم إفراد هذه الأخيرة بقوانين خاصة بها. ولا بد إلى جانب تقنين العمل بالصكوك الإسلامية بذل الجهد اللازم لتوفير الغطاء القانوني اللازم لتسهيل عمل كافة الأطراف المتدخلة في سوق الصكوك من مستثمرين، ومصدرين، وأطراف مساعدة. مع توفير إطار ضريبي مناسب لتحفيز المستثمرين والمصدرين المحتملين على اختيار الصكوك دون غيرها من الأدوات المالية.

وبناء على ما سبق قمنا بتقسيم هذا المبحث للمطالب التالية:

**المطلب الأول:** التعديلات القانونية لاستيعاب العمل بالصكوك الإسلامية.

**المطلب الثاني:** القانون الخاص بالصكوك الإسلامية والأنظمة والتعليمات ذات الصلة بتطبيق أحكامه.

**المطلب الثالث:** الغطاء القانوني للمتدخلين في سوق الصكوك.

**المطلب الرابع:** الإطار الضريبي المقترح لصناعة الصكوك الإسلامية بالجزائر.

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص ص: 25، 26.

### المطلب الأول: التعديلات القانونية لاستيعاب العمل بالصكوك الإسلامية

إن أول حجة ساقتها لجنة COSOB فيما يتعلق بعدم تطبيق الصكوك الإسلامية هي مسألة غياب السند القانوني لهذه الأدوات المالية، فهي لا تمثل حسب اللجنة قيمة منقولة يعترف بها وينص عليها القانون التجاري<sup>1</sup> الذي هو في الأصل يعترف بنظيرتها التقليدية وهي السندات. لذلك فإن أول ما يمكن أن تقوم به الجهات التنظيمية والرقابية لسوق القيم المنقولة فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية هو ضمان توفير الاعتراف القانوني بهذه الأدوات المالية على أنها قيم منقولة، وحتى يتسنى لها ذلك لا بد أن تُجرى تعديلات على القوانين والأنظمة الأساسية الحاكمة للقيم المنقولة والتي يدخل ضمنها القانون التجاري.

وهذا هو النهج الذي سارت عليه ماليزيا عندما جعلت قوانينها الرئيسية المنظمة لأنشطة الأوراق المالية (قانون أسواق رأس المال والخدمات (CMSA) وقانون الشركات) تحتوي على أحكام شاملة ومنظمة للتعاملات بالأوراق المالية التقليدية والإسلامية على حد سواء، وهو ما طبقته السعودية في جزء من أنظمتها الحاكمة لأنشطة السوق المالية وبالتحديد في "نظام الشركات".

وفيما يتعلق بالقيم المنقولة في الجزائر فإنها تخضع إلى نظام قانوني مختلط في تأطيرها، حيث يُنظم القيم الصادرة عن الشركات القانون التجاري (وهو قانون خاص)، أما القيم الصادرة عن الدولة والجماعات المحلية والحزينة فهي خاضعة لقرارات وزير المالية (القانون العام). ويضاف للقانونين أنظمة لجنة COSOB<sup>2</sup> التي تتولى إصدارها كلما دعت الحاجة لذلك، باعتبارها السلطة التنظيمية الرئيسية لسوق القيم المنقولة.

#### أولاً: التعديلات القانونية لاستيعاب صكوك الشركات

يعد القانون التجاري المنظم لكافة الشركات التجارية بالجزائر، وحسب هذا القانون فإن هذه الشركات تشمل أربعة أشكال هي شركات التضامن وشركات التوصية والشركات ذات المسؤولية المحدودة وكذا شركات المساهمة<sup>3</sup>؛ ومن ضمن هذه الشركات أعطي الحق فقط لشركات المساهمة بإصدار القيم المنقولة.

وشركات المساهمة حسب هذا القانون هي الشركات التي ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء يتحمل كل واحد منهم الخسائر بقدر حصته مع اشتراط ألا يقل عدد الشركاء عن سبعة، ويستثنى من هذا الشرط الشركات ذات رؤوس الأموال العمومية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> لجنة COSOB، التقرير السنوي 2010، مرجع سابق، ص: 25.

<sup>2</sup> حمليل نواره، مرجع سابق، ص: 246، 248. بتصرف.

<sup>3</sup> المادة 544: القانون التجاري، الجزائر، 2007، ص: 137. متوفر على موقع الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، على الرابط التالي:

<https://www.joradp.dz/TRV/ACom.pdf>

<sup>4</sup> المادة 592، المرجع السابق، ص: 150.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وبخصوص الأحكام المتعلقة بشركات المساهمة فقد تم تفصيلها في المواد من 592 إلى 715 مكرر 132، وفيها تم تبيان أحكام تأسيس هذه الشركات وإدارتها والأحكام المتعلقة بجمعيات المساهمين، وأيضا المتعلقة بتعديل رأسمال الشركة وكذا أحكام تحويلها وحلها مع تفصيل لمختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن أن تصدرها، بالإضافة إلى أحكام متنوعة أخرى.

وبالنسبة للقيم المنقولة التي يحق لشركات المساهمة إصدارها، فقد عُرِّفَتْ حسب المادة 715 مكرر 30 على أنها: "سندات قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها". ومما جاء في المادة يتبين أن القيم المنقولة تأخذ شكلين، فهي إما أن تثبت حق ملكية في حصة من رأس مال الشركة (كالأسهم) أو حق مديونية على مُصدرها (كالسندات).

وفيما سبق يتضح ما أشارت إليه COSOB من عدم وجود اعتراف بالصكوك الإسلامية في القانون التجاري، حيث لا يُتيح هذا الأخير إصدار أي نوع من القيم المنقولة الشبيهة بالصكوك. وحتى يزول هذا الإشكال نقترح أن تعدل المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري لتشمل الصكوك ضمن أشكال القيم المنقولة الممكن إصدارها من قبل شركات المساهمة. وبالموازاة مع ذلك لا بد من إدخال مواد جديدة تُوضِّح من خلالها أهم الأحكام المرتبطة بالصكوك الإسلامية (تعريفها، خصائصها، أنواعها، الشركات المؤهلة لإصدارها، محتوى نشرة إصدارها، حقوق حملتها...) وذلك من أجل ضمان الفهم الجيد للطبيعة الخاصة لهذه القيم المستحدثة على القانون. وإضافة تلك المواد تكون ضمن قسم فرعي خاص بما كما للأسهم والسندات وباقي الأنواع من القيم المنقولة التي حُصِّصَتْ لها أقسام فرعية ضمن القسم 11 من القانون التجاري، وهو القسم الذي فُصِّلَتْ من خلاله كافة الأحكام المتعلقة بالقيم المصدرة من قبل شركات المساهمة، وذلك في المواد من 715 مكرر 30 إلى 715 مكرر 132.

### ثانيا: التعديلات القانونية لاستيعاب الصكوك السيادية

بموجب المادة 4 من القانون رقم 83-19 المتعلق بقانون المالية لسنة 1984، أُعطي وزير المالية الحق في إصدار سندات تمثل ديونا عمومية، وتلك السندات تأخذ الأشكال التالية:

- 1- إصدارات دائمة لسندات تجهيز حسب الصيغ (سندات الخزينة حسب الصيغ) توجه لتمويل الاستثمارات.
- 2- سندات تجهيز في حساب جاري (قيم الخزينة في حساب جاري) يخصص الاكتتاب الحر فيها للهيئات العمومية.
- 3- سندات قصيرة ومتوسطة وطويلة الأمد لتغطية كل أعباء الخزينة خاصة منها الناجمة عن استهلاك الدين العمومي.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

4- سندات تحويل الدين العمومي وإعادة تحويل الدين العائم أو تجميده، وكذلك دين الخزينة المستحق إجمالاً.<sup>1</sup>

ومن بين هذه الأشكال تعتبر سندات التجهيز في حساب جاري\* هي السندات الوحيدة التي يتم تكييفها كقيم منقولة، حيث تعتبر هذه السندات حسب ما جاء في قرار وزير المالية المؤرخ في 21 جانفي 1998 المعدل والمتمم سندات قابلة للتداول، وهذا ما يجعلها تتطابق مع المفهوم الذي جاء به القانون التجاري للقيم المنقولة والذي عرفها على أنها "سندات قابلة للتداول".

وسندات التجهيز في حساب جاري أو غيرها من أشكال السندات المذكورة في المادة 4 جميعها وإن اختلفت استخداماتها وفئات المستثمرين التي تستهدفها ومددها وقابليتها للتداول بالبورصة، فهي تشترك في كونها سندات قائمة على الفائدة المحرمة شرعاً. وبالتالي فهي لا تستوعب الصكوك المنضبطة بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. وحتى التعديل الذي طال أحكام المادة 4 من القانون رقم 83-19 والذي جاء به قانون المالية لسنة 2018 لم يأتي بجدد بالنسبة للصكوك، بل أعطى وزير المالية الحق في إصدار سندات سيادية على المدى المتوسط والطويل<sup>2</sup>. وهذا رغم أن المنتظر والمقترح في مشروع قانون المالية لتلك السنة كان عكس ذلك وهو الترخيص لإصدار صكوك إسلامية سيادية، يتم من خلالها تعبئة الموارد المالية المتاحة خارج النظام المصرفي والخزينة لمواجهة ندرة موارد ميزانية الدولة<sup>3</sup>. وبذلك تم التخلي عن الصكوك والاستعاضة عنها بالسندات، بينما كان بالإمكان تفويض الوزير بإصدار المنتجين جنباً إلى جنب، وهذا ما فعلته السعودية في ديسمبر 2016 من خلال المرسوم الملكي بشأن الموازنة العامة للدولة لسنة 2017 الذي فوض وزير المالية مهمة إصدار أدوات الدين إلى جانب الصكوك بأنواعها<sup>4</sup>.

والصكوك الإسلامية السيادية وإن تم التخلي عنها في قانون المالية لسنة 2018 إلا أن الأمل يبقى موجوداً في تبنيها في قادم الزمن، خاصة وأن السلطات قد وضعتها لأول مرة ضمن الحلول التي يمكن أن تواجه من خلالها ندرة مواردها المالية.

وبعد أن يتم تبني الصكوك السيادية بإدراجها ضمن أحكام المادة 4 من القانون رقم 83-19، ينبغي أن يُتبع ذلك بإصدار نص تشريعي يُفصّل خصائص هذه الصكوك وكيفية إصدارها في السوق الأولية وتداولها في البورصة وغيرها

<sup>1</sup> حميل نواره، مرجع سابق، ص: 280. بتصرف

\* تُتداول سندات التجهيز في حساب جاري القصيرة (أقل من سنة) والمتوسطة الأجل (من سنة إلى 5 سنوات)؛ في السوق الثانوية أما طويلة الأجل المتمثل في "السندات الشبيهة للخزينة OAT" فتُتداول في البورصة. (أنظر: المادة 3: القرار المؤرخ في 2 نوفمبر سنة 2011 المعدلة للمادة: 40 من القرار المؤرخ في 21 جانفي 1998 المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 29، الصادر بتاريخ 13 ماي 2012، ص: 23).

<sup>2</sup> المادة 93: القانون رقم 17-11 المؤرخ في 27 ديسمبر 2017 المتضمن قانون المالية لسنة 2018، المعدلة للمادة 4 من القانون رقم 83-19 المتعلق بقانون المالية لسنة 1984، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 76، الصادر بتاريخ: 28 ديسمبر 2017، ص: 41.

<sup>3</sup> Article 89: **Projet De Loi De Finances Pour 2018**, Algérie, 10 Octobre 2017, p: 116.

<sup>4</sup> المرسوم الملكي رقم: م / 29 بشأن الموازنة العامة للدولة للسنة المالية 1437 / 1438هـ، مرجع سابق.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

من التفاصيل، وذلك على غرار ما تم بالنسبة لسندات التجهيز في حساب جاري التي جاء قرار وزير المالية المؤرخ في 21 جانفي 1998 ليؤطر العمل بها، وكذلك ما تم بالنسبة لسندات التجهيز حسب الصيغ التي جاء قرار وزير المالية المؤرخ في 09 جوان 1999 ليؤطر العمل بها<sup>1</sup>.

### ثالثا: التعديلات على النصوص المتعلقة ببورصة القيم المنقولة:

بعد إجراء التعديلات اللازمة لاستيعاب القوانين الحالية للصكوك كقيم منقولة يمكن إصدارها من قبل الشركات وكذا الجهات السيادية، تبقى مسألة في غاية الأهمية وهي مسألة تداول الصكوك في البورصة وما إذا كانت النصوص المتعلقة ببورصة القيم المنقولة تستوعب هذا المنتج المالي الجديد أم لا؟.

وعند ذكر النصوص المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، فإن أول ما يتبادر للذهن هو المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ بتاريخ 23 ماي 1993 المعدل والمتمم، ذلك أن هذا المرسوم يعد التشريع الرئيس الذي يحكم سوق الأوراق المالية بالجزائر وقد حددت من خلاله أدوار ومسؤوليات الوسطاء في عمليات البورصة وكذا شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وأيضا مهام وصلاحيات لجنة COSOB.

وإلى جانب المرسوم التشريعي رقم 93-10 تُنظَّم التعاملات في سوق القيم المنقولة من خلال أنظمة تُصدرها لجنة COSOB وذلك في إطار صلاحيات اللجنة التي منحها إياها المرسوم التشريعي رقم 93-10 حتى تتمكن من ممارسة دورها كسلطة تنظيمية لسوق القيم المنقولة<sup>2</sup>. وقد عملت لجنة COSOB منذ إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إصدار العديد من الأنظمة<sup>3</sup> آخرها كان النظام رقم 01-12، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 الذي حددت من خلاله أحكام مختلفة تتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. وذلك بدءا بمهام وأدوار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ومرورا بشروط قبول القيم المنقولة للتداول وكذا إجراءات إدخال تلك القيم في البورصة، وانتهاء بمختلف الأحكام المرتبطة بتداول القيم المنقولة وأيضا عمليات المقاصة للمعاملات التي تتم في البورصة.

والقيم المنقولة المقبول تداولها في البورصة حسب ما جاءت به المادة 77 من نظام لجنة COSOB رقم 97-03 المعدلة بموجب النظام رقم 01-12، إما أن تأخذ شكل سندات رأس مال تصدرها شركات المساهمة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو شكل سندات دين تصدرها شركات المساهمة والدولة والجماعات المحلية وكذا الخزينة<sup>4</sup>. وهذا يعني

<sup>1</sup> حمليل نوار، مرجع سابق، ص: 279-280.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 73-74.

<sup>3</sup> متوفرة على الموقع الإلكتروني للجنة COSOB: <https://www.COSOB.org>.

<sup>4</sup> المادة 13: النظام رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012 المعدلة للمادة 77 من النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، لجنة COSOB، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 41، الصادر بتاريخ 15 جويلية 2012. ص: 20-21. التي جاء نصها كما يلي: " يشتمل السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة على سوق لسندات رأسمال وسوق لسندات الدين.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

أن أنظمة لجنة COSOB لا تستوعب الصكوك كقيم منقولة صالحة لأن تكون محل عمليات بالبورصة. وبالتالي فإنه من غير الممكن تداول هكذا أدوات مالية واستثمارية في البورصة، وهو ما سيؤثر سلبا على التعامل بها وعلى نجاحها. ولكي يتم تخطي هذه العقبة، نقترح أن تقوم لجنة COSOB بإجراء تعديل جديد على المادة 77 لتستوعب الصكوك كما فعلت من قبل سنة 2012 عندما لاحظت أن المادة ذاتها من النظام 97-03 لا تستوعب كل المنتجات المطروحة في السوق، وتحصر القيم المنقولة المقبول تداولها في البورصة فقط في السندات والأسهم (الصادرة عن شركات المساهمة)<sup>1</sup>.

والتعديل الجديد للمادة 77 قد يكون على النحو التالي:

"يشتمل السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة على سوق لسندات رأسمال وسوق لصكوك وسندات الدين... وتتكون سوق صكوك وسندات الدين من سوق لصكوك وسندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة، والهيئات العمومية والدولة، ومن سوق لكامل صكوك وسندات الدين التي تصدرها الدولة."

وهذا التعديل يجعل الصكوك جزءا من القيم المنقولة الصالحة لأن تكون محل عمليات بالبورصة، كما يجعل للصكوك وسندات الدين سوقا خاصا بهما، كما هو الحال في التجريبتين الماليزية والسعودية. وإثر ذلك يصبح من الواجب على لجنة COSOB باعتبارها السلطة التنظيمية لسوق القيم المنقولة بمختلف مكوناتها أن تنظم العمل بالصكوك الإسلامية. ويتأتى ذلك من خلال إجراء COSOB لتعديلات على أنظمتها الحالية لتشمل أحكاما تتعلق بالصكوك الإسلامية على غرار ما هو معمول به بالنسبة لسندات الدين وذلك كخطوة أولى ريثما تقوم اللجنة بإصدار أنظمة خاصة بهذه المنتجات المالية الجديدة.

### رابعا: التعديلات لاستيعاب الشركة ذات الغرض الخاص

بعد قيام الجهات التشريعية برفع أولى العقوبات التي احتجت بها COSOB عند تبريرها لعدم تطبيق الصكوك الإسلامية، وهي العقبة المتعلقة بغياب الاعتراف القانوني بهذه الأدوات المالية، يقع على عاتق هذه الجهات النظر في مسألة لا تقل أهمية عن سابقتها والتي ساققتها COSOB أيضا كحجة لعدم تطبيق الصكوك الإسلامية، وهي المتعلقة بالشركة ذات الغرض الخاص SPV التي ذكرت COSOB أن التشريع الجزائري الحالي لا يكفلها<sup>2</sup>.

والشركة ذات الغرض الخاص كما هو معلوم هي من أهم الأطراف المشاركة في عملية إصدار الصكوك الإسلامية، فمن خلالها يستطيع المصدرون إخراج الأصول المتعلقة بعملية إصدار الصكوك من ذمتهم، وبالتالي تحويل

تتكون سوق سندات رأس المال من سوق رئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وتتكون سوق سندات الدين من سوق لسندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة، والهيئات العمومية والدولة، ومن سوق لكامل سندات الدين التي تصدرها الدولة".

<sup>1</sup> حميل نورة، مرجع سابق، ص: 279.

<sup>2</sup> لجنة COSOB: التقرير السنوي 2010، مرجع سابق، ص: 25.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

المخاطر المرتبطة بتلك الأصول، كما يستطيع من خلالها المستثمرون حماية حقوقهم. وعدم تكفل التشريع الجزائري بهذا النوع من الشركات سيؤثر سلبا على إصدارات الصكوك كما حدث في السعودية قبل إصدار القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، حيث كانت الشركات تواجه تحديًا كبير عند إصدارها للصكوك نتيجة وضعها بعين الاعتبار تأثير عملية إصدار الصكوك على كافة أصولها<sup>1</sup>.

وحتى تُزاح هذه العقبة في الطريق نحو تطبيق الصكوك الإسلامية، نقترح في البداية أن تقوم لجنة COSOB أثناء تعديل أنظمتها الحالية من أجل إضافة أحكام خاصة بالصكوك - كما اقترحنا سابقا- أن تدرج ضمنها أحكاما تتعلق بالشركات ذات الغرض الخاص. وتشمل هذه الأحكام إلزامية تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص وكيفية تأسيسها والشكل القانوني لها والغرض منها والشروط الواجب أن توفرها للابتعاد عن حالة الإفلاس Bankruptcy Remoteness وما إلى ذلك من الأحكام ذات الصلة. واتخاذ هكذا خطوة الغرض منه تسريع الاستفادة من الصكوك ريثما يتم الانتقال للخطوة الثانية والأهم والتي قد يطول العمل عليها بعض الشيء، وهي الخطوة المتعلقة بإصدار نظام خاص بالشركات ذات الغرض الخاص. ولأجل ذلك نقترح تكليف لجنة COSOB ضمن المرسوم التنفيذي رقم 93-10 بإعداد نظام خاص بالشركات ذات الغرض الخاص، وعلى اللجنة أن تقوم من خلال هذا النظام بتحديد الشكل القانوني لهذه الشركات والمهام والأدوار الموكلة إليها مع تنظيم تأسيسها والترخيص لها وكذا تسجيلها وعلاقتها بالمنشئ.... وأهم ما يجب أن يوضحه النظام الخاص بالشركات ذات الغرض الخاص هو ما يتعلق بنقل ملكية الأصول المعنية بعملية إصدار الصكوك من المنشئ إلى SPV الذي يجب أن يكون نقلا حقيقيا. ولأن الجزائر مثل السعودية تتبنى نظاما قانونيا يمزج بين القانون المدني والشريعة الإسلامي، فإن ما ذكرناه حول مسألة الملكية وانتقالها عند استعراضنا للتجربة السعودية ينطبق أيضا على الجزائر، فالقانون المدني الجزائري لا يعترف بالملكية المزدوجة القانونية والنفعية وإنما يعترف بالملكية التي يمتلكها طرف واحد<sup>2</sup>. لذلك فإن ملكية الأصول المعنية بعملية إصدار الصكوك إما أن تكون ملكية كاملة للمنشئ أو أن تكون ملكية كاملة لل SPV. ولكي تتملك هذه الأخيرة الأصول فعليا لا بد أن يتم النص على إلزامية انتقال الأصول من المنشئ إلى SPV، مع تحديد آليات الانتقال التي تضمن لحملة الصكوك الوصول للأصول والتصرف فيها. وبخلاف ذلك سيكون المستثمرون بمثابة دائنين تجاه المنشئ مثل المستثمرين في السندات في علاقتهم مع المصدر.

وفي هذا السياق ذكرت لجنة COSOB أن من أسباب عدم تطبيق الصكوك هو أنها تستند إلى مفهوم الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) الذي يخالف المفهوم المحدد بموجب القانون المدني الجزائري. وبالفعل تعتبر الملكية في القانون المدني مخالفة لمفهوم الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) كما وضحنا في الفقرة السابقة، وقد أصابت في ذلك

<sup>1</sup> هيئة السوق ل "أرقام": تسهيل إصدار أدوات الدين للشركات من خلال تأسيس المنشآت ذات الأغراض الخاصة، مرجع سابق.

<sup>2</sup> المادة 674: القانون المدني، مرجع سابق، ص: 110. التي نصت على الآتي: " الملكية هي حق التمتع والتصرف في الأشياء بشرط أن لا يستعمل استعمالا تحرمه القوانين والأنظمة".

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

لجنة COSOB، أما في قولها بأن الصكوك تستند إلى مفهوم الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) فقد أخطأت. ذلك أن هذا المفهوم إنما طُبق على الصكوك لأغراض معينة فهو يُستخدم إما للتحويل للوقوف دون تمكين المستثمرين من الوصول للأصول المعنية بعمية إصدار الصكوك، أو لتجاوز القيود القانونية المتعلقة بتملك الأجانب لتلك الأصول، أو كطريقة لتقليل تكاليف الرسوم والضرائب التي يستوجب دفعها عند كل عملية نقل للملكية<sup>1</sup>. وبالتالي فهذا المفهوم ليس هو الأصل الذي تبنى عليه الصكوك، بل قد نتج عن تطبيقه ما يعرف بـ "الصكوك القائمة على الأصول" التي أخرجت الصكوك عن مضمونها بوصفها أدوات تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها.

وعند تطبيق مفهوم الملكية المحدد بموجب القانون المدني على الصكوك سواء في الجزائر أو غيرها من الدول التي تستند إلى النظام القانوني ذاته، تثار عادة المخاوف من أن تطال أيدي المواطنين بل والأجانب أصول الدولة سواء مطارات أو مصانع أو طرق... أو نحوها. وهو ما يدفع الكثير من الدول التي تستند إلى القانون المدني إلى وضع حدود تقف دون وصول أيدي المستثمرين للأصول السيادية للدولة. ولعل هذا هو السبب وراء قول لجنة COSOB أن الصكوك تستند إلى مفهوم الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) ذلك أن هذا المفهوم للملكية هو ما يضمن للدولة المحافظة على أصولها لاعتماده على "البيع الصوري" المخالف لأحكام الشريعة الإسلامية لا على "البيع الحقيقي" للموجودات. وحتى تُزال هذه المخاوف دون أن تتم مخالفة الشرع لا بد من القيام بدراسة معمقة للمسألة من قبل المختصين في فقه المعاملات والقانونيين لإيجاد أنسب الحلول. مع الأخذ بعين الاعتبار قرارات وتوصيات الجامع الفقهي الإسلامية وأقوال العلماء الذين سبق وأن بينوا موقف الشرع من المسائل المتعلقة بنقل أصول الصكوك وملكيتها حملة الصكوك لتلك الأصول، كون هذه المسائل مثار نقاش واسع على مستوى مختلف الفعاليات العلمية التي شهدتها صناعة الصكوك الإسلامية والصناعة المالية الإسلامية بصفة عامة في السنوات الأخيرة.

### المطلب الثاني: القانون الخاص بالصكوك الإسلامية والأنظمة والتعليمات ذات الصلة

#### بتطبيق أحكامه

بعد القيام بمختلف التعديلات على القوانين والأنظمة الحاكمة للقيم المنقولة لاستيعاب الصكوك الإسلامية، وبعد أن يتم توضيح الملامح الأساسية لهذا المنتج الجديد والغريب على السوق، تأتي مرحلة تفصيل مختلف الجوانب المتعلقة بالعمل بهذا المنتج ضمن إطار قانوني خاص. وهذا ما قامت به ماليزيا التي جعلت في البداية قوانينها الرئيسية المنظمة لأنشطة الأوراق المالية (قانون أسواق رأس المال والخدمات (CMSA) وقانون الشركات) إطاراً قانونياً واحداً ينظم سوق الأوراق المالية بجميع أنواعها التقليدية والإسلامية. وبعدها قامت بوضع قانون خاص بالصكوك الإسلامية

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 163.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

فصّلت فيه الأحكام المتعلقة بالصكوك، وذلك قبل أن تُصدر المبادئ التوجيهية التي تعرضنا إليها في الفصل السابق والتي وضعتها بعد أن ثبتت العمل بالصكوك من خلال القانون الخاص وأيضاً بعد أن توسع سوق الصكوك وتشعبت الأحكام الواجب تبيانها.

وفي البلدان التي ليس لها رصيد كبير في الصناعة المالية الإسلامية كـالجزائر، يعد إصدار قانون يختص بتنظيم التعامل بالصكوك خطوة هامة في سبيل توطين منتجات الصكوك وتطبيقاتها، وخاصة إذا استوفى هذا النص القانوني المتطلبات الشرعية والفنية المتعلقة بالتعامل بالصكوك الإسلامية.

ونظراً للطبيعة الخاصة للصكوك الإسلامية التي تتميز بتعدد أنواعها وهيكلها، وما يتبع ذلك من تنوع في الأحكام والمسائل الشرعية والقانونية والتنظيمية المتعلقة بها، ومع تدخل أطراف متعددين في أنشطتها وعملياتها يرتبطون فيما بينهم بعلاقات تعاقدية وتعاملات مالية؛ فإن ذلك كله يستدعي أن يكون الإطار القانوني للصكوك الإسلامية وافياً بالحاجات التنظيمية والإجرائية لتلك المنتجات المالية، وشاملاً لجميع الجوانب والمسائل المتعلقة بالصكوك إصداراً وتداولاً واسترداداً، بما يكفل ضمان وحماية حقوق ومصالح الأطراف المشاركة فيها<sup>1</sup>. وبناء عليه فإن أي نص قانوني يتعلق بالصكوك الإسلامية تقوم السلطات التشريعية في الجزائر بإصداره، لا بد أن يشمل جملة الأمور التالية:

- الهدف من القانون وأيضاً مفاهيم كافة المصطلحات المستخدمة فيه، والتي تتطلب شرحاً حتى لا تُؤوّل بغير معناها. وعلى رأس هذه المصطلحات تعريف الصكوك الذي ينبغي أن يكون تعريفاً واضحاً كما بيناه في الفصل الأول من هذا البحث يرعى خصوصية الصكوك، ويميزها عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية (السندات والأسهم)، كما يقيد العمل بها وفق ما تملّيه أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- الجهات المخولة بإصدار الصكوك من شركات للمساهمة وحكومة وجماعات محلية وخزينة. وبالإمكان جعل الصكوك الصادرة عن الحكومة والجماعات المحلية والخزينة خاضعة لتقنين خاص بها.
- الصيغ المقبولة لإصدار الصكوك (إجارة، مشاركة، مضاربة، استصناع، سلم، مساقاة، مغارسة، مزارعة، المرابحة، القرض الحسن، والصكوك الهجينة)، وتحديد مفهوم كل صيغة والأحكام الشرعية المطبقة عليها.
- إلزامية توافق هياكل الصكوك المختلفة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية المنصوص عليها ضمن القانون، وأي أحكام ومبادئ تقرها الهيئة الاستشارية الشرعية المركزية.
- العملة التي يمكن أن تصدر بها الصكوك.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 225، 226. بتصرف

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- أنواع الطرح الذي تصدر به الصكوك. والذي قد يكون عاما، أو خاصا، أو بموجب برنامج؛ مع تحديد شروط وآليات كل نوع، أو الإحالة لأنظمة لجنة COSOB المنظمة لذلك التي يُفترض أن تكون قد عُدلت وأدجت فيها الأحكام الخاصة بالصكوك، كما اقترحنا سابقا.
- إلزامية إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) في كل عملية إصدار للصكوك مع تحديد أدوارها ومسؤولياتها ودون إغفال الإشارة لضرورة تقييد الشركة بالأحكام المحددة في "نظام الشركات ذات الغرض الخاص".
- المعايير الواجب أن تستوفيها موجودات الصكوك وعلى رأسها ضرورة توافيقها مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وضرورة انتقال ملكيتها كاملة إلى من المنشئ إلى (SPV) وانتفاء أي عائق يمنع ذلك.
- الأحكام الشرعية المتعلقة بتسعير أصول الصكوك، من خلال وضع معايير محددة للأسعار بما يحفظ استقرار السوق من أي تلاعبات.
- الإشارة إلى ترتيبات الإصدار والتداول والاسترداد والتعامل بالصكوك والعقود، والوثائق المرتبطة بذلك مع الإحالة إلى التعليمات والمراسيم التكميلية لتفصيل ذلك<sup>1</sup>.
- إلزامية تعيين وكيل يمثل حملة الصكوك ويرعى مصالحهم.
- شرط تسلم كامل قيمة الصكوك: وهو شرط أساسي يرتبط به مباشرةً الجهة المصدرة؛ تنفيذ المشروع المراد تمويله، حيث لا يقوم الصك إلا بتحصيل كامل قيمته واستخدامها فيما أُصدر من أجله.
- ضوابط التعامل مع الأرباح الناتجة عن إصدار الصكوك كتحديد طريقة احتساب الأرباح واشتراط أن يكون الربح المشار إليه في نشرة الإصدار ولحين التوزيع الحقيقي هو الربح المتوقع، وليس مبلغا مقطوعا أو نسبة محددة كحال السندات.
- تأسيس صندوق لمواجهة مخاطر الاستثمار في المشروع التي صدرت الصكوك لحسابه. على أن توزع موجودات هذا الصندوق عند الإطفاء على مالكي الصكوك.
- النص على إصدار معايير محاسبة ومراجعة تلتزم بها الجهات المصدرة، وبمراعاة المعايير الصادرة عن الجهات الدولية ذات الاختصاص بالمحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية<sup>2</sup>، وبعد موافقة الهيئة الاستشارية الشرعية المركزية.

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 227.

<sup>2</sup> محمد فخري صويلح: مواصفات قانون الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي للاقتصاد والتمويل الإسلامي (ICISEF) (التمويل الإسلامي: الصكوك والتكافل)، 21- 23 أكتوبر 2015، صقاريا - تركيا، ص ص: 223، 225، 226.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- توفير الحماية الجنائية لحقوق حملة الصكوك لمواجهة مجموعة من المخالفات بعقوبات تشتمل على السجن والغرامة، ومن جملة المخالفات إصدار أو تداول صكوك بصورة مخالفة للقانون، أو إفشاء الأسرار المتعلقة بالصكوك، أو بالتقويم بالتدليس للأصول أو المنافع بأقل أو أكثر من قيمتها السوقية، أو توزيع عوائد على خلاف الواقع وسواها.

- تضمين حالة التعثر وكيفية معالجتها وتسوية حقوق حملة الصكوك على أساسها من خلال نشرة الإصدار<sup>1</sup>.

- فرض التصنيف الائتماني للصكوك مع تبيان كافة الأحكام المتعلقة بذلك، كتحديد وكالات التصنيف التي يمكن أن يتقدم إليها المصدرون للحصول على تصنيف لصكوكهم والتي يتوجب أن تكون مسجلة لدى لجنة COSOB. وأيضا تحديد التزامات المصدر تجاه وكالات التصنيف بتوفير كافة المعلومات اللازمة لتمكين الوكالات من أداء عملها، وتجاه المستثمرين، بضمان نشر تقرير التصنيف الصادر عن وكالة التصنيف الائتماني في غضون فترة زمنية معقولة قبل الإصدار مع فرض الالتزام بالحد الأدنى للتصنيف المقبول (التصنيف AA- أو ما يعادله) حماية للمستثمرين.

- وجوب تعيين المصدر لمستشار شرعي وآخر رئيسي (وسيط في عمليات البورصة) وآخر قانوني لكل عملية إصدار.

- اشتراط امتثال المصدر لجميع المتطلبات التنظيمية ذات الصلة الخاصة بالسلطات التنظيمية الأخرى طوال فترة الصكوك.

بعد إصدار النص القانوني الخاص بالصكوك الإسلامية، يقع على عاتق لجنة COSOB تحديد الجوانب العملية والإجرائية لتطبيق ما جاء فيه، ويتم ذلك من خلال إصدار اللجنة للوائح (أنظمة وتعليمات) توضّح وتفسّر من خلالها الأحكام والمتطلبات الواردة في النص القانوني، وتشمل هذه اللوائح الآتي:

- لائحة إصدار وتسجيل الصكوك الإسلامية: تُفصل فيها أحكام إصدار الصكوك وتسجيلها، وطرحها للاكتتاب وتغطيتها، ونشرة الإصدار وشروطها، وأية أمور تتعلق بذلك، وكل ذلك بما يتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

- لائحة إدراج وتداول الصكوك الإسلامية: تُفصل فيها آليات إدراج الصكوك، وتداولها في البورصة بما يتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص: 223، 226.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- لائحة تسجيل وايداع الصكوك وتسويتها: تُفصل فيها إجراءات تسجيل الصكوك وايداعها، ونقل ملكيتها، واجراء التقاص والتسوية، وتوثيق التعاملات بها<sup>1</sup>.

- لائحة إصدار صكوك الشركات لمستثمري التجزئة: تُفصل فيها كافة الأحكام المتعلقة بصكوك الشركات الموجهة للمستثمرين الأفراد، كتحديد الجهات المؤهلة لإصدار هكذا صكوك، والشروط التي يتوجب أن تستوفيها هذه الأخيرة كي تتاح لمستثمري التجزئة وكيفية وصولهم لها، وشروط التصنيف الائتماني، ونحوها من الأحكام.

- تعليمات نشرة إصدار الصكوك: يُفصل فيها الحد الأدنى من المعلومات الواجب على مصدري الصكوك الإفصاح عنها. ويمكن الاسترشاد عند وضعها بالمعيار رقم 19 الصادر عن IFSB في أبريل 2017 والمتعلق بمتطلبات الإفصاح لمنتجات سوق رأس المال الإسلامي (الصكوك وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي)<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: الغطاء القانوني للمتدخلين في سوق الصكوك

#### أولاً: الإطار القانوني لاستثمار/إصدار المؤسسات للصكوك الإسلامية:

يرتقب أن تتدخل في سوق الصكوك العديد من المؤسسات سواء كمصدرة لهذه الأوراق المالية أو مستثمرة فيها، وذلك كما بينا في المبحث الثاني من هذا الفصل. وحتى تنجح هذه المؤسسات في ولوج السوق لا بد من رفع كافة العراقيل التي تقف أمام بلوغها ذلك. وأول وأهم هذه العراقيل ما يتعلق بالشق القانوني وبالضبط ما يتعلق بالقوانين الضابطة لعمل هذه المؤسسات، التي في معظمها لا تُوفر الغطاء القانوني الذي يسمح للمؤسسات بالدخول للسوق والاستفادة منه. الأمر الذي حرصت ماليزيا على توفيره للمؤسسات باختلاف أنواعها، وأيضا ما عملت السعودية على توفيره بالأخص في السنوات الأخيرة.

#### 1- الإطار القانوني لاستثمار وإصدار البنوك والمؤسسات المالية للصكوك الإسلامية

تنشأ البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر وفق نظام شركات المساهمة، ووفق ذلك فهي تخضع للقانون التجاري الذي ينظم ويقنن إطار شركات المساهمة. لذا فإن تعديل هذا القانون للاعتراف بالصكوك كقيم منقولة يُمكن لشركات المساهمة إصدارها؛ يمنح كافة البنوك والمؤسسات المالية الغطاء القانوني اللازم لتدخلها في السوق كمصدرين للصكوك. وفي المقابل بإمكان البنوك والمؤسسات المالية سواء التقليدية أو الإسلامية المتواجدة بالجزائر حسب ما جاء في المادة

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 227، 228. بتصرف

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لمجلس الخدمات المالية الإسلامية، على الرابط التالي: [https://www.ifsb.org/ar\\_published.php](https://www.ifsb.org/ar_published.php)

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

72 من الأمر رقم 11-03 المتعلق بالنقد والقرض توظيف أموالها في "القيم المنقولة وكل منتج مالي"<sup>1</sup>. وبالتالي بإمكانها الاستثمار في أي نوع من القيم المنقولة المعترف بها قانونا، وهذا يمنحها غطاء قانونيا للتدخل في سوق الصكوك كمستثمرين بمجرد إجراء التعديلات القانونية اللازمة لتوفير الاعتراف القانوني بالصكوك (صكوك الشركات أو الصكوك السيادية) كقيم منقولة.

يتضح مما سبق أن القانون الحاكم للبنوك والمؤسسات المالية والصادر عن بنك الجزائر لا يحول دون دخولها لسوق الصكوك إذ متى ما أصبحت الصكوك قيما منقولة معترفا بها يُصبح لدى هذه الهيئات الغطاء القانوني اللازم لولوج السوق سواء بصفتهم مستثمرين أو مصدرين للصكوك. ورغم ما ذكرناه تبقى هناك حاجة لإجراء تعديلات على التنظيمات الصادرة عن بنك الجزائر لتمكين البنوك والمؤسسات المالية من الاستفادة من سوق الصكوك أكبر استفادة، ذلك أن ولوج هذه الهيئات للسوق تحديدا من أجل إصدار أو الاستثمار في أنواع معينة من الصكوك غير ممكن في ظل التنظيمات الحالية لبنك الجزائر التي لا تراعي خصوصية العمل المالي الإسلامي كما سبق وأن بينا، وهذا يتطلب إجراء تعديلات قانونية عدة أهمها ما يلي:

أ- إصدار معيار كفاية رأس مال خاص بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يمنح هذه البنوك والمؤسسات الغطاء القانوني لإصدار صكوك تلي متطلبات الشريحة الثانية من رأس المال التنظيمي (الأموال الخاصة التكميلية - Tier 2-) بدلا عن السندات الربوية التي تُستخدم لهذا الغرض كما جاء في نظام بنك الجزائر رقم 14-01 المؤرخ في 16 فيفري 2014 المتضمن نسبة الملاءة المطبقة على البنوك والمؤسسات المالية<sup>2</sup>.

وبإمكان بنك الجزائر أثناء وضعه لمعيار كفاية رأس المال الخاص بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية الاسترشاد بإطار عمل كفاية رأس مال البنوك الإسلامية الصادر في نوفمبر 2012 عن BNM. وأيضا بالمعيار رقم 15 المُعدّل لكفاية رأس المال للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية الصادر في ديسمبر 2013 عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، الذي حدد أنواعا من الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي قد تصدرها هذه المؤسسات، والتي تعتبر مؤهلة للإدراج ضمن الشريحة الأولى الإضافية (AT1) والشريحة الثانية من رأس المال التنظيمي (Tier 2). وتشمل هذه الأدوات الصكوك القائمة على حقوق الملكية مثل صكوك المشاركة والمضاربة والوكالة<sup>3</sup>.

ب- إضافة الصكوك الإسلامية للأوراق العمومية المصدرة أو المضمونة من طرف الدولة القابلة للتفاوض في السوق والمقبولة في عمليات السياسة النقدية المحددة بموجب نظام بنك الجزائر رقم 09-02، والمتعلق بعمليات

<sup>1</sup> المادة 72: الأمر رقم 11-03، مرجع سابق، ص: 12.

<sup>2</sup> المادة 10: النظام رقم 14-01، مرجع سابق، ص: 2.

<sup>3</sup>-Comcec Coordination Office: *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*, Op. cit, p:21.  
-IFSB Website at the following link: [https://www.ifsb.org/ar\\_published.php](https://www.ifsb.org/ar_published.php)

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها<sup>1</sup>. وهكذا إجراء سيمنح البنوك فرصة الاستفادة من عمليات السياسة النقدية في إدارة السيولة المصرفية بعد أن كانت محرومة من ذلك في ظل غياب البديل الشرعي للسندات القائمة على الفائدة المحرمة شرعا.

**ج- ضم بنك الجزائر الصكوك الإسلامية للموجودات السائلة عالية الجودة التي تُشكل بسط معادلة نسبة تغطية السيولة (LCR) والمحددة بموجب المادة 4 من التعليم رقم 2011-07<sup>2</sup>. وقبل اتخاذ هكذا خطوة، على بنك الجزائر أن يحدد أولا أنواع الصكوك المؤهلة لأن تكون موجودات سائلة عالية الجودة، ومن أجل القيام بذلك يمكن للبنك الاسترشاد بالمبادئ الإرشادية رقم 6 لمجلس الخدمات المالية الإسلامية والمتعلقة بالمعايير الكمية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، الصادرة في أبريل 2015، والتي تضمنت إرشادات للسلطات الإشرافية حول تطبيق نسبة تغطية السيولة بالنسبة لمؤسسات الخدمات المالية الإسلامية<sup>3</sup>. ومن بين ما وضحته هذه الإرشادات المواصفات التي يتعين على الموجودات استيفاؤها والتي تم تقسيمها لمواصفات أساسية ومواصفات ذات صلة بالسوق، كما وضحت أيضا تصنيف الموجودات السائلة عالية الجودة المتوافقة مع أحكام الشريعة التي قُسمت لموجودات مستوى أ، وموجودات مستوى 2 أ، وموجودات مستوى 2 ب. ويدخل ضمن مختلف هذه المستويات أنواع من الصكوك حددت المبادئ الإرشادية بدقة الكيانات التي يمكن أن تصدرها، وأوزان مخاطرها والعملية التي يمكن أن تصدر بها ونحوها من الشروط الواجب توفرها لكي تصنف الصكوك في مستوى دون غيره<sup>4</sup>.**

### 2- الإطار القانوني لاستثمار شركات التأمين التكافلي في الصكوك الإسلامية:

لشركات التأمين وإعادة التأمين بالجزائر إمكانية توظيف أموالها في مجموعة من الأصول حددتها المادة 24 من المرسوم التنفيذي رقم 114/13 المؤرخ في 28 مارس 2013 المتعلق بالالتزامات المقننة لشركات التأمين وإعادة التأمين. وتشمل هذه الأصول الآتي<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> أنظر: المادة 2: النظام رقم 03-17 المؤرخ في 6 ديسمبر 2017 المعدلة للمادة: 6 من النظام 09-02 المؤرخ في 26 مايو 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها، بنك الجزائر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 3، الصادر بتاريخ 24 جانفي 2018، ص: 29.

<sup>2</sup> Article 4: **Instruction N°07-2011 Du 21 Décembre 2011 Portant Coefficients De Liquidité des Banques Et des Etablissements Financiers**, Banque d'Algérie, sur le site web de la Banque: <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/instructions2011/instruction072011.pdf>

<sup>3</sup> مجلس الخدمات المالية الإسلامية: المبادئ الإرشادية رقم 6 المتعلقة بالمعايير الكمية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية [عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي]، مرجع سابق، ص: 14.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص: 24-30.

<sup>5</sup> المادة 24: المرسوم التنفيذي رقم 114/13 المؤرخ في 28 مارس 2013 والمتعلق بالالتزامات المقننة لشركات التأمين وإعادة التأمين، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 18، الصادر بتاريخ: 31 مارس 2013، ص: 9.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### أ- قيم الدولة:

- سندات الخزينة

- ودائع لدى الخزينة

- السندات التي تصدرها الدولة أو تتمتع بضماتها

### ب - القيم المنقولة الأخرى والسندات المماثلة الصادرة عن الهيئات المستوفية شروط القدرة على الوفاء:

- السندات والالتزامات الصادرة عن شركات التأمين أو إعادة التأمين، والمؤسسات المالية الأخرى المعتمدة في

الجزائر

- السندات والالتزامات الصادرة في إطار الاتفاقيات الحكومية عن شركات التأمين و/أو إعادة التأمين غير

المقيمة في الجزائر

- السندات والالتزامات الصادرة عن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

### ج- الأصول العقارية

### د- توظيفات أخرى كالإيداع لدى البنوك

وأثناء توظيف شركات التأمين وإعادة التأمين لأموالها في الأصول سابقة الذكر، عليها الانضباط بقيود حددها المشرع الجزائري ضمن القرار المؤرخ في 14 ماي سنة 2016، الذي جاء ليحدد كفاءات تمثيل الالتزامات المقننة لشركات التأمين و/أو إعادة التأمين تطبيقا للمادتين 23 و 24 المرسوم التنفيذي رقم 114/13. ومن جملة هذه القيود الالتزام بألا تقل نسبة قيم الدولة عن 50% مع تخصيص نصفها على الأقل لقيم متوسطة وطويلة الأجل؛ وأن يتم توظيف الخمسون بالمئة المتبقية في باقي الأصول.<sup>1</sup> على ألا تتجاوز نسبة التوظيفات في القيم المنقولة الصادرة عن شركات جزائرية غير مسجلة بالبورصة نسبة 25% من مبلغ الالتزامات المقننة<sup>2</sup>، وألا تتجاوز التوظيفات في السندات الصادرة من ذات المصدر نسبة 5% من الالتزامات المقننة، ويستثنى من ذلك السندات الصادرة عن الدولة أو المضمونة من قبلها<sup>3</sup>.

يتضح لنا مما ذكره في الفقرات السابقة أن جزءاً هاماً من الأصول المسموح لشركات التأمين وإعادة التأمين بالجزائر توظيف أموالها فيها لا يتماشى مع طبيعة وخصوصية شركات التأمين التكافلي، وفي ذلك تقليص للخيارات

<sup>1</sup> المادة 4: القرار المؤرخ في 14 ماي سنة 2016 والمتعلق بتمثيل الالتزامات المقننة لشركات التأمين و/أو إعادة التأمين، مرجع سابق، ص: 27.

<sup>2</sup> المادة 6، المرجع السابق، الصفحة نفسها.

<sup>3</sup> المادة 8، المرجع السابق. الصفحة نفسها.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

الاستثمارية المتاحة لها. وما يعمق مشكلة الاستثمار لدى هذه الشركات هو أن يفرض عليها توظيف جزء هام من مداخيلها في سندات الخزينة التي تقوم في الأساس على الفائدة المحرمة شرعا. وهو ما يضطر هذه الشركات لسحب تلك الفوائد والتبرع بها وهو ما تقوم به شركة سلامة للتأمينات التي صرح مسؤولها بأن مقدار الأموال المسحوبة من قبلها قد بلغ 100 مليون دج<sup>1</sup>. وهذا يعني أن 50% من توظيفات الشركة وأي شركة تأمين تكافلي تدخل للسوق تعد توظيفات بلا عوائد، وهو ما يقلل تنافسية هذه الشركات أمام نظيرتها التقليدية.

ولمخ شركات التأمين التكافلي خيارات استثمار متكافئة مع نظرائهم التقليديين لا بد من تعديل المادة 24 من المرسوم التنفيذي رقم 114/13 المؤرخ في 28 مارس 2013 والمتعلق بالالتزامات المقننة لشركات التأمين وإعادة التأمين بإضافة الصكوك للسندات المذكورة في تلك المادة لتصبح ضمن قيم الخزينة: صكوك وسندات الخزينة والصكوك والسندات التي تصدرها الدولة أو تتمتع بضمائها. وضمن القيم المنقولة الأخرى والسندات المماثلة الصادرة عن الهيئات المستوفية لشروط القدرة على الوفاء كل من:

- الصكوك والسندات والالتزامات الصادرة عن شركات التأمين أو إعادة التأمين، والمؤسسات المالية الأخرى المعتمدة في الجزائر.

- الصكوك والسندات والالتزامات الصادرة في إطار الاتفاقيات الحكومية عن شركات التأمين و/أو إعادة التأمين غير المقيمة في الجزائر.

- الصكوك والسندات والالتزامات الصادرة عن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

وبإجراء هذا التعديل يصبح بإمكان شركات التأمين التكافلي الانضباط بقيد الاستثمار في قيم الخزينة بنسبة لا تقل عن 50%. ولكي تلتزم شركات التأمين أيضا بالشرط الخاص بالإصدارات من نفس المصدر لا بد أيضا أن تضاف الصكوك للسندات في المادة التي ذكر فيها هذا الشرط والمتمثلة في المادة 8 من القرار المؤرخ في 14 ماي سنة 2016 المتعلق بتمثيل الالتزامات المقننة لشركات التأمين و/أو إعادة التأمين لتصبح على النحو التالي:

**المادة 8:** باستثناء السندات والصكوك الصادرة عن الدولة أو التي تتمتع بضمائها، لا يمكن أن تتعدى التوظيفات في السندات والصكوك الصادرة عن نفس المصدر 5% من الالتزامات المقننة لشركة التأمين و/أو إعادة التأمين.

<sup>1</sup> موقع يومية الحوار، على الرابط التالي:

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وتبقى هذه التعديلات بمثابة حلول مؤقتة ريثما يتم إصدار قانون خاص بشركات التأمين التكافلي يضبط عمل هذه الشركات ويحدد أنواع الأصول التي يمكن أن تستثمر فيها. ومن ضمن الأصول تُدرج الصكوك وتحدد قيود الاستثمار فيها بمختلف أنواعها الحكومية منها والخاصة، المحلية والأجنبية، المدرجة وغير المدرجة.

### 3- الإطار القانوني لاستثمار هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م):

تعتبر القيم المنقولة كما ذكرنا من قبل، جزءا من أصول (ه.ت.ج.ق.م). والقيم المعنية باستثمارات هذه الهيئات كما جاء في المادة 33 من الأمر رقم 96-08 المتعلق بتسيير أصول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، تشمل كلا من قيم الشركات المنظمة بموجب أحكام المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري وكذلك القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون العام<sup>1</sup>. وهذا يعني أن (ه.ت.ج.ق.م) لديها الترخيص بحيازة أي نوع من القيم المنقولة المعترف بها قانونا والتي تكون جهة إصدارها الشركات أو الدولة والأشخاص التابعين لها. وبالتالي فإنه بمجرد توفير الاعتراف القانوني بصكوك الشركات وكذا الصكوك السيادية كقيم منقولة يصبح بإمكان (ه.ت.ج.ق.م) الاعتماد على المادة 33 من الأمر رقم 96-08 كغطاء قانوني لولوج سوق الصكوك من خلال الاستثمار في الصكوك دون الحاجة لطلب الحصول على ترخيص قانوني لأجل ذلك.

واستثمار (ه.ت.ج.ق.م) بما فيها الصكوك حال تطبيقها يخضع لقيود "قواعد الحذر والتسيير" التي حددتها لجنة COSOB. ومنها على سبيل المثال: عدم جواز استثمار نسبة تفوق 20% من صافي قيمة أصول هيئات التوظيف الجماعي في أي فئة قيم منقولة صادرة عن مصدر واحد<sup>2</sup>، ولا يتم الخضوع لهذا القيد في حال تعلق الأمر بالقيم المنقولة الصادرة أو المضمونة من طرف الدولة التي يجوز الاستثمار فيها إلى حدود 60%<sup>3</sup>.

### 4- الإطار القانوني لاستثمار صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل في الصكوك:

إن صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل هو عبارة عن شركة مساهمة ذات رأسمال متغير تم إنشاؤه بموجب أحكام قانون المالية لسنة 2005<sup>4</sup>. وهدف هذا الصندوق هو تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المؤهلة لتدخلات الصندوق؛ ويتم ذلك من خلال الاستثمار في القيم المنقولة التي تصدرها هذه المؤسسات<sup>5</sup>. وحسب المادة 6 من المرسوم التنفيذي رقم 06-117 المؤرخ في 12 مارس 2006 المحدد للقانون الأساسي للصندوق، فإن الاستثمار في تلك

<sup>1</sup> المادة 33: الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، لجنة COSOB، ص: 4.

<sup>2</sup> المادة 41 ز، المرجع السابق، ص: 38.

<sup>3</sup> Art 35: Règlement n° 97-04 du 25 novembre 1997 relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Op. cit.

<sup>4</sup> لجنة COSOB: التقرير السنوي 2010، مرجع سابق، ص: 81.

<sup>5</sup> المادة 3: المرسوم التنفيذي رقم 06-117 المؤرخ في 12 مارس 2006 المحدد للقانون الأساسي لصندوق دعم الاستثمار للتشغيل، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 16، الصادر بتاريخ: 15 مارس 2006، ص: 18.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

القيم المنقولة لا بد ألا يتجاوز النصف من موارد الصندوق، كما قد يأخذ شكل أسهم أو سندات مساهمة. وما يتبقى من أموال غير مستعملة في ذلك الاستثمار يستخدم في توظيفات تتوفر على أحسن الضمانات كـ "قيم الخزينة"<sup>1</sup>.

والصندوق لم يستطع لغاية سنة 2016 - أي بعد 8 سنوات من انطلاقة الفعالية التي كانت سنة 2008 - دخول رأسمال أي مؤسسة نظرا لامتناع معظم المؤسسات العائلية عن فتح رأسمالها،<sup>2</sup> وفي ذلك تقليص للخيارات الاستثمارية المتاحة له. ولتنويع حافظة استثمارات الصندوق وزيادة قدرته على تمويل الاقتصاد، من المهم أن يُمنَح غطاءً قانونيا للاستثمار في الصكوك الإسلامية الصادرة عن المؤسسات المدعومة ماليا من قبل الصندوق، وهي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وذلك يتطلب تعديل المادة 6 من المرسوم التنفيذي رقم 06-117 بإضافة الصكوك ضمن أشكال الاستثمار في القيم المنقولة الصادرة عن تلك المؤسسات. أما استثمار الصندوق في الصكوك السيادية فذلك لا يتطلب أي تعديل لأنها ستدخل ضمنا ضمن "التوظيفات التي تتوفر على أحسن الضمانات".

مع الإشارة إلى أن الأموال التي يستثمرها الصندوق هي في الأصل مدخرات تم جمعها من العمال الأجراء وعمال المهن الحرة من خلال الاكتتاب في أسهم الصندوق، وذلك رغبة منهم في الحصول على دخل إضافي لدى تقاعدهم جراء استثمار أموالهم تلك خلال حياتهم المهنية<sup>3</sup>. ورغم طول سنوات نشاط الصندوق إلا أنه لم يستطع استقطاب سوى قلة من المكتتبين منذ انطلاقة والذين لا يزيد عددهم عن 6 آلاف مكتتب برأسمال إجمالي قدره 40 مليون دج وهي حصيلة محتشمة حسب تصريح المدير العام للصندوق<sup>4</sup>، حيث كان يخطط لانضمام 35.000 عامل قبل نهاية 2010<sup>5</sup>.

ولكي يستفيد الصندوق من الصكوك لجلب عدد أكبر من المكتتبين قد يكون من المفيد منح المنخرطين فيه حرية اختيار شكل الاستثمار الذي توجه له أموالهم مع ضمان عدم خلط الأموال الموجهة للاستثمار في الصكوك وعوائد استثمارها مع تلك الموجهة للاستثمار في السندات وفوائدها مع تأطير ذلك قانونا. وسيؤدي ذلك إلى استقطاب فئة العمال الذين يتورعون عن الانضمام إلى الصندوق لأسباب دينية إذ أنه ورغم تصريح المدير العام للصندوق من أن منتجات هذا الأخير حلال<sup>6</sup>، إلا أن ذلك لم ينجح في استمالة تلك الفئة من العمال للاكتتاب في أسهم الصندوق لعلمهم يقينا بأن التعامل في السندات محرم شرعا بلا خلاف.

<sup>1</sup> المادة 6، المرجع السابق، الصفحة نفسها.

<sup>2</sup> Fatma Haouari: Le Fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi « ranimé » pour financer les PME, 26 décembre 2016, sur le site web d'algerie-eco: <https://www.algerie-eco.com/2016/12/26/fonds-de-soutien-a-linvestissement-lemploi-ranime-financer-pme/>

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Ibid.

<sup>5</sup> Fonds de soutien à l'investissement pour l'emploi: pour une adhésion de 35.000 travailleurs à fin 2010, sur le site web <https://www.algerie-focus.com/fonds-de-soutien-a-linvestissement-pour-lemploi-pour-une-adhesion-de-35-000-travailleurs-a-fin-2010/>

<sup>6</sup> Ibid.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### 5- الترخيص للصندوق الوطني للاستثمار بإصدار الصكوك الإسلامية والاستثمار فيها:

يعتبر الصندوق الوطني للاستثمار (صندوق التنمية الجزائري سابقا، بنك التنمية الجزائري سابقا) مؤسسة مالية عمومية متخصصة، وهو الأداة المالية للدولة لإدارة المساعدات الممنوحة لتمويل عمليات التجهيز العمومي، فهو مكلف بالمساعدة في تمويل الاستثمار عن طريق منح قروض طويلة الأجل أو عن طريق المساهمة في رأس مال المؤسسات، وهذا بغرض تحقيق أهداف التنمية الوطنية<sup>1</sup>. ولأن الصكوك الإسلامية -على عكس السندات- ترتبط بمشاريع حقيقية، وبالتالي تؤدي إلى تحقيق التنمية التي ينشدها الصندوق فمن المهم أن تستغل هذه الأدوات في زيادة قدرة الصندوق التمويلية للمشاريع الاستثمارية وذلك بالترخيص للصندوق بالاستثمار في هكذا أدوات، وهذا يتطلب إحداث تعديل في القانون الأساسي الذي يحكم الصندوق، وهو القانون رقم 63-165 المؤرخ في 7 ماي 1963 (المعدل) بإدخال الاستثمار في الصكوك ضمن أنشطة الصندوق المحددة في المادة الثانية من القانون آنف الذكر.

والصندوق الوطني للاستثمار حتى يؤدي المهام والأنشطة الموكلة إليه يتطلب ذلك منه حيازة مبالغ مالية ضخمة يوفرها من خلال أمواله الخاصة وكذا القروض والتسبيقات المقدمة من قبل الخزينة وأيضا من خلال حواصل الاكتتاب في سندات الصندوق؛ حيث سُمح لهذا الأخير بإصدار سندات ذات أجل قريب أو بعيد مع إمكانية منح الدولة ضمانها لتلك السندات إما بتسديد رأس المال أو بدفع الفوائد<sup>2</sup>.

ولكي يستفيد الصندوق من الصكوك في تنوع مصادر تمويله لا بد من تعديل المادة من القانون الأساسي للصندوق التي حددت فيها مختلف مصادر تمويله، وهي المادة السابعة\* حيث يضاف لما ذكر فيها إمكانية إصدار الصندوق لصكوك إسلامية مع إمكانية منح الدولة ضمانها لتلك الصكوك.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي للصندوق الوطني للاستثمار، على الرابط التالي: <https://www.fni.dz/notre-histoire>

<sup>2</sup> المادة 7: القانون الأساسي للصندوق الوطني للاستثمار، متوفر على الموقع الرسمي للصندوق، على الرابط التالي:

<https://www.fni.dz/fni/?q=ar/%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D8%A7%D8%B3%D9%8A.html>

\* المادة 7 من القانون الأساسي للصندوق الوطني للاستثمار، التي نصت على: " علاوة على ذلك، يمكن لبنك:

- إصدار سندات ذات المدى القريب أو البعيد وقسيمات الصندوق: يمكن الدولة أن تمنح ضمانها لهذه القروض إما بتسديد رأس المال أو بدفع الفوائد.

- إيداع شهادات استثمارات لمدة أقصاها 5 سنوات لدى البنوك سواء في شكل سندات أو حسابات جارية لدى البنك المركزي الجزائري. ويمكن أن تكون هذه الشهادات ضمن الحد الأدنى الخاص بسندات الدولة المقروض على البنوك.

- الاقتراض بكل الأشكال في الجزائر أو في الخارج، بحيث يسمح لوزير المالية أن يمنح للبنك تسبيقات من الأموال الجاهزة للخزينة والتي تحدد شروطها خارج نطاق منحها.

- استلام كل الأموال الخاصة ذات المصدر الوطني أو الأجنبي أو الدولي، الموجهة لتمويل الاستثمارات وبصفة عامة تنمية الاقتصاد الجزائري ."

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

والترخيص للصندوق الوطني للاستثمار بإصدار الصكوك الإسلامية والاستثمار فيها لا تقتصر أهميته فقط على تنوع مصادر تمويل الصندوق وزيادة قدرته على تمويل التنمية، بل إن له أهمية بالغة في تحفيز الطلب والعرض في سوق الصكوك الإسلامية لما للصندوق من ثقل باعتباره صندوقا سياديا للدولة، وهذه الأهمية ذاتها هي التي دفعت السعودية للترخيص لصندوقها السيادي المعروف بـ "صندوق الاستثمارات العامة" للدخول كمصدر ومستثمر في سوق الصكوك السعودي.

### 6- الإطار القانوني لاستثمار هيئات الضمان الاجتماعي في الصكوك الإسلامية:

حسب ما جاء في المادة 81 من القانون رقم 04-21 المتضمن لقانون المالية لسنة 2005، فإن بإمكان هيئات الضمان الاجتماعي توظيف السيولة التي بحوزتها فيما يلي وحسب النسب التالية:

- 70% على الأكثر في قيم الدولة.

- 20% في أموال عقارية.

- 10% على الأقل في السوق النقدية.<sup>1</sup>

وما جاءت به المادة 81 من القانون رقم 04-21 المتضمن لقانون المالية لسنة 2005 يُمكنُ هيئات الضمان الاجتماعي من توظيف النسبة الأكبر من السيولة التي بحوزتها في أي نوع من القيم المنقولة المعترف بها قانونا والتي تكون جهة إصدارها هي الدولة. وبالتالي فإنه بمجرد توفير الاعتراف القانوني بالصكوك السيادية كقيم للدولة، يصبح لدى هيئات الضمان الاجتماعي الغطاء القانوني اللازم لتدخلها في السوق من خلال الاستثمار في الصكوك السيادية دون الحاجة لطلب الحصول على ترخيص قانوني لأجل ذلك.

أما بخصوص الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد، فقد منحت المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 09-103 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 07-58 المتضمن تنظيم وسير الصندوق، إمكانية توظيف موارده فقط في "سندات الدولة لدى الخزينة العمومية"<sup>2</sup>. ويعد ذلك مانعا أمام استثمار الصندوق في قيم أخرى غير تلك المحددة في تلك المادة، لذلك يتطلب استثمار هذا الصندوق في الصكوك الإسلامية تعديل نص هذه المادة لتشمل كلا من سندات وصكوك الدولة.

<sup>1</sup> المادة 81: القانون رقم 04-21 مؤرخ في 29 ديسمبر سنة 2004 المتضمن لقانون المالية لسنة 2005، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>2</sup> المادة 3: المرسوم التنفيذي رقم 09-103 المؤرخ في 10 مارس سنة 2009، مرجع سابق، ص: 8. التي نصت على الآتي:

"يقوم مدير الصندوق بما يأتي: .... - توظيف موارد الصندوق في سندات الدولة لدى الخزينة العمومية. طبقا لقرارات الوزير المكلف بالضمان الاجتماعي. وذلك وفقا للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها".

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وما ذكرناه بخصوص الصندوق الوطني لاحتياجات التقاعد ينطبق على صندوق التقاعد التكميلي الذي منحتة المادة 19 من القانون رقم 02-15-02 المتعلق بالتعاضديات الاجتماعية، الإمكانية في توظيف موارده فقط في قيم الخزينة العمومية أو في السندات التي تصدرها الدولة أو تضمنها<sup>1</sup>.

### 7- الترخيص للأجانب بالاستثمار في سوق الصكوك:

إن الاستثمار الأجنبي في بورصة الجزائر من الناحية النظرية خاضع للنظام رقم 04-2000 الصادر عن بنك الجزائر والمتعلق بحركة رؤوس الأموال من أجل استثمارات الحافظات للأشخاص غير المقيمين، وهو النظام الذي سمح بتدفق العملات إلى الداخل لشراء " الأوراق المالية القابلة للتحويل " (استثمارات المحافظ) من قبل غير المقيمين. وإلى جانب ذلك سمح بتدفق الدخل الناتج عن الاستثمار في تلك الأوراق، وأيضا الناتج عن بيع تلك الأوراق لصالح أولئك المستثمرين، شريطة أن يتم تدفق العملات سواء إلى الداخل أو إلى الخارج من خلال البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين<sup>2</sup>.

ولأن هذا النظام لم ينشر في الجريدة الرسمية فيعتبر عمليا غير ساري المفعول، وهو ما حال دون دخول المستثمرين الأجانب لبورصة الجزائر، وذلك حسب ما صرح به مدير بورصة الجزائر سنة 2012 الذي أكد في تصريحه ذلك على أن الاستثمار الأجنبي بالبورصة لا يتطلب إصدار نظام جديد، وإنما الأمر يتعلق بنظام قديم لبنك الجزائر لم يتم نشره بعد<sup>3</sup>. ومنذ ذلك الحين والوضع على ما هو عليه رغم تفاؤل المدير في تصريحه ذلك بقرب نشر النظام<sup>4</sup>. وبالتالي سيستمر هذا الحال بالنسبة للمستثمرين الأجانب إلى أن يتم نشر النظام في الجريدة الرسمية.

ونشر النظام 04-2000 سيمنح الأجانب غير المقيمين حرية تحويل رؤوس الأموال إلى الداخل وإلى الخارج فيما يتعلق بالاستثمار فيما سمي بـ " الأوراق المالية القابلة للتحويل " والتي تشمل حسب المادة الثالثة من النظام كلا من الأسهم والسندات<sup>5</sup> وهي الأوراق المالية المتعامل بها حاليا في البورصة، ويضاف لذلك أي أوراق مالية أخرى يتم إدراجها في البورصة<sup>6</sup>. وهو ما يترك المجال مفتوحا ليُطبق النظام على الاستثمارات الأجنبية في كافة أنواع الأوراق المالية بما فيها الصكوك الإسلامية حال الاعتراف بها مستقبلا.

والمستثمرون الأجانب قد يكون استثمارهم في الصكوك أو أي نوع من الأوراق المالية؛ إما من خلال:

<sup>1</sup> المادة 19: القانون رقم 02-15-02 المؤرخ في 4 جانفي سنة 2015 والمتعلق بالتعاضديات الاجتماعية، مرجع سابق، ص: 12. التي نصت على أنه " .... لا يمكن أن تكون موارد صندوق التقاعد التكميلي محل توظيف إلا بقييم الخزينة العمومية أو بالسندات التي تصدرها الدولة أو تضمنها".

<sup>2</sup> Articles 2-4-5: **Reglement N°2000-04 Relatif Aux Mouvements De Capitaux au Titre des Investissements De Portefeuille des Nonresidents**, Banque d'Algérie, 02 avril 2000, sur le site web de la banque: <https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/reglements2000/reglement200004.pdf>

<sup>3</sup> Oxford Business Group: **The Report: Algeria**, 2012, p:110.

<sup>4</sup> Idem.

<sup>5</sup> Article 3: **REGLEMENT N°2000-04**, Op. cit.

<sup>6</sup> Ibid.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

أ- تحويل أموالهم إلى الداخل: ويمنحهم نظام بنك الجزائر رقم 09-01 المتعلق بحسابات العملة الصعبة الخاصة بالأشخاص الطبيعيين من جنسية أجنبية، المقيمين وغير المقيمين والأشخاص المعنويين غير المقيمين كامل الحق في فتح حساب بالعملة الصعبة\* مقيد بعملة أجنبية قابلة للتحويل بكل حرية، شريطة أن يتم ذلك أمام بنك وسيط معتمد<sup>1</sup>. ويستثنى من هذا الحق الأشخاص الطبيعيين والمعنويين من جنسية بلد لا تعترف به الجزائر<sup>2</sup>.

ب- عن طريق ما يتحصلون عليه من أموال من البنوك المحلية: وطريقة التمويل هذه لم توضحها أنظمة بنك الجزائر عكس قواعد إدارة النقد الأجنبي في ماليزيا التي كانت واضحة ومحدّدة حتى لعملة الأموال التي يمكن لهؤلاء المستثمرين الحصول عليها من البنوك المحلية.

وبالنسبة لعملية تحصيل الأرباح فإن النظام رقم 09-01 السابق الذكر قد منح الأشخاص الطبيعيين من جنسية أجنبية المقيمين وغير المقيمين والأشخاص المعنويين غير المقيمين الحق في أن يقيّدوا في الجانب الدائن من حساباتهم بالعملة الصعبة، أي تحويل من حساب بالعملة الصعبة أو حساب بالدينار الجزائري القابل للتحويل من بنك يخضع للقانون الجزائري<sup>3</sup>. ومقابل ذلك منحهم الحق في التصرف فيما لديهم من أموال، إما بتحويلها للخارج أو بقيدها في الجانب الدائن لحساب بالعملة الصعبة أو لحساب بالدينار الجزائري القابل للتحويل يكون مفتوحا لدى بنك خاضع للقانون الجزائري، أو بسحب وسائل الدفع الخارجية قصد تصديرها بصفقتها المادية، أو للسحب والدفع بالدينار للقيام بأي عملية تسديد في الجزائر<sup>4</sup>.

وفيما يتعلق بالقيود المفروضة على تحويل الأموال للداخل أو الخارج بالنسبة للمسافرين المقيمين أو غير المقيمين القادمين من الخارج أو المتوجهين إليه، فقد حددها النظام رقم 16-02 الصادر عن بنك الجزائر. وهذا النظام الذي ألزم المسافرين بالتصريح لدى مكتب الجمارك بالأوراق النقدية و/ أو كل أداة أخرى قابلة للتداول المحررة بالعملات

---

\* يقصد بالعملة الصعبة في هذا النظام كل عملة أجنبية قابلة للتحويل بكل حرية والتي يقوم بنك الجزائر بتسعييرها بانتظام. (أنظر: المادة 2: النظام رقم 09-01 المؤرخ في 2009/01/17 والمتعلق بحسابات العملة الصعبة الخاصة بالأشخاص الطبيعيين من جنسية أجنبية، المقيمين وغير المقيمين والأشخاص المعنويين غير المقيمين، بنك الجزائر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 25، الصادر بتاريخ: 29 أبريل 2009، ص: 26.

<sup>1</sup> المادة: 1، المرجع السابق، الصفحة نفسها.

<sup>2</sup> المادة: 3، المرجع السابق.

<sup>3</sup> المادة: 5، المرجع السابق.

<sup>4</sup> المادة: 6، المرجع السابق.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

الأجنبية القابلة للتحويل الحر إذا كان مبلغها يساوي أو يفوق ما يعادل 1000 أورو، وذلك عند دخولهم تراب الوطن أو عند خروجهم منه<sup>1</sup>.

وأصحاب الحسابات بالعملة الصعبة التي يفوق رصيدها 1000 أورو ملزمون إلى جانب تصريحهم بالمبالغ التي يجوزون عليها بالتصريح أيضا بمصدر أموالهم، وهو ما جاءت به المذكرة رقم 149 الصادرة عن المديرية العامة للصرف بتاريخ 27 أكتوبر 2019. وقد جاءت هذه المذكرة لتضرب عرض الحائط المذكرة رقم 2018/01 الصادرة بتاريخ 14 فيفري 2018<sup>2</sup> التي تناولناها سابقا في الفصل الثاني، والتي طالب فيها بنك الجزائر البنوك والمؤسسات المالية بتوفير مرونة أكبر عند التعامل مع زبائنهم، من خلال التوقف عن طلب تقديم تبريرات سواء عند إيداع الأموال في مكاتبها أو عند السحب، وذلك في إطار الجهود المبذولة لامتصاص الكتلة النقدية المتداولة خارج الجهاز المصرفي.

وعودة المطالبة بتبرير مصدر الأموال يعني العودة لوضع عراقيل أمام الجزائريين والأجانب المقيمين وغير المقيمين عند فتح حساب بالعملات الأجنبية.

ومما ذكرناه في الفقرات السابقة حول المستثمرين الأجانب يتضح أن الإطار القانوني ذي الصلة بهم يبقى في حاجة لإعادة مراجعة وتحديث حتى يتمكن سوق الصكوك من استقطاب رؤوس أموال هذه الفئة من المستثمرين الموجودة بالخارج للاستفادة منها في تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

### ثانيا: الإطار القانوني لعمل الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:

حال تأسيس سوق الصكوك بالجزائر، من الضروري أن تتدخل أطراف عدة لتقديم خدماتها للمصدرين والمستثمرين في أي عملية تصكيك تتم في السوق، ويفترض أن يكون تدخل هذه الأطراف تحت غطاء قانوني. وفيما يلي تفصيل ذلك:

#### 1- الوطاء في عمليات البورصة:

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة مهمة التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين ذوي خبرة في مجال الأوراق المالية يدعون بـ "الوطاء في عمليات

<sup>1</sup> المادة 3: النظام رقم 16-02 المؤرخ في 21 أبريل سنة 2016 والحدد لسقف التصريح باستيراد وتصدير الأوراق النقدية و/أو الأدوات القابلة للتداول المحررة بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل بصفة حرة من طرف المقيمين وغير المقيمين، بنك الجزائر، 2016.

<sup>2</sup> سميرة بلعمرى: تبرير كل زيادة فوق ألف أورو بأرصدة "الدوفيز"، متوفر على موقع الشروق أون لاين، على الرابط التالي:

<https://www.echoroukonline.com/%D8%AA%D8%A8%D8%B1%D9%8A%D8%B1-%D9%83%D9%84%D9%91-%D8%B2%D9%8A%D8%A7%D8%AF%D8%A9-%D9%81%D9%88%D9%82-%D8%A3%D9%84%D9%81-%D8%A3%D9%88%D8%B1%D9%88-%D8%A8%D8%A3%D8%B1%D8%B5%D8%AF%D8%A9-%D8%A7%D9%84>

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

البورصة". وهذا يعني أن أي عملية شراء أو بيع للقيم المنقولة من أسهم أو سندات أو صكوك -مستقبلا- داخل البورصة لا يتم إلا بتدخل هؤلاء الوسطاء.

ولممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة لا بد من الحصول على اعتماد من طرف لجنة COSOB، والوسطاء في عمليات البورصة قد يكونون شركات تجارية تنشأ خصيصا لهذا الغرض أو بنوكا أو مؤسسات مالية<sup>1</sup>.  
وبنهاية سنة 2018 تضمن سوق المال بالجزائر 11 وسيطا في عمليات البورصة منهم 6 بنوك عامة و5 خاصة، وكلها بنوك تقليدية باستثناء بنكي السلام والبركة اللذان تحصلا سنة 2018 على اعتماد لجنة COSOB لممارسة نشاط الوساطة<sup>2</sup>. وقد احتوى الاعتماد الممنوح للبنكين، النشاطات التالية<sup>3</sup>:

- التفاوض لحساب الزبائن.
- التداول للحساب الخاص للوسيط.
- الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.
- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.
- ضمان المسعى في الاكتتاب المضمون في إصدار السندات.
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكل رأس المال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

### 2- المتخصصون في سندات الخزينة:

هم من أوكلت لهم إلى جانب الوسطاء في عمليات البورصة -حسب نص المادة 77-2 من نظام لجنة COSOB رقم 97-03- مهممة التفاوض لحسابهم أو لحساب زبائنهم على مختلف السندات الشبيهة للخزينة المسجلة في البورصة<sup>4</sup>. والمتخصصون في سندات الخزينة قد يكونون بنوكا أو مؤسسات مالية أو تعاضديات أو شركات تأمينات اقتصادية أو صناديق تأمين اجتماعية وتقاعد أو وسطاء في عمليات البورصة، ويتم اعتمادهم من قبل المديرية بعد استيفائهم لجملة من الشروط<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> موقع لجنة COSOB، على الرابط التالي: <https://www.COSOB.org/ar/iob/>

<sup>2</sup> COSOB: Rapport annuel 2018, p: 19.

<sup>3</sup> موقع لجنة COSOB، على الرابط التالي:

<https://www.COSOB.org/ar/deux-nouveaux-intermediaires-en-operations-de-bourse/>

<sup>4</sup> المادة 14: النظام رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012 المستحدثة للمواد من 77-1 إلى 77-6 من النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، ص: 3.

<sup>5</sup> تحليل نورة، مرجع سابق، ص 285.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### 3- حافظوا السندات- ماسكوا الحسابات:

هم أشخاص يتولون تسجيل السندات المقتناة باسم أصحابها في الحساب، وتوكل لحافضي السندات-ماسكي الحسابات المهام التالية:

- حفظ وإدارة السندات التي يُعهد لهم بها باسم أصحابها.

- تنفيذ التعليمات التي يستلمونها (التداول والرهن والنقل والتحويل...).

- تطبيق العمليات على السندات (دفع الأرباح والفوائد ونقل الحقوق...).

- إعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافظة، العمليات على السندات...).

ويمارس نشاط حفظ السندات- مسك الحسابات من قبل البنوك والمؤسسات المالية، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة، وأيضا الشركات المُصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرة<sup>1</sup>.

وبنهاية سنة 2018 تضمن سوق المال بالجزائر 9 حافضي سندات- ماسكي حسابات منهم 6 بنوك عامة و3 خاصة، وكلها بنوك تقليدية باستثناء بنكي السلام والبركة اللذان حصلا سنة 2018 على ترخيص لجنة COSOB لممارسة نشاط حفظ السندات- مسك الحسابات<sup>2</sup>.

وترخيص COSOB لبنكي البركة والسلام بممارسة الوساطة المالية وحفظ الأوراق المالية يعد خطوة استباقية منها تحسبا لإصدار أدوات مالية إسلامية كالصكوك الإسلامية، وهي خطوة في غاية الأهمية، حيث سيتمكن من خلالها البنكان من أداء دور محوري في سوق الصكوك. باعتبار أن هيكلة أي إصدار للصكوك تتطلب تدخل مستشار رئيسي/ مستشار مالي-وهي الوظيفة التي يمكن أن يمارسها الوسيط في عمليات البورصة- وأيضا أمين حفظ وهو من يتولى حفظ الصكوك وحمايتها.

وإلى جانب كل من المستشار الرئيسي وأمين الحفظ، تحتاج هياكل الصكوك لأن تتدخل فيها أطراف عدة تمارس مهنا في مختلف المجالات المالية، المحاسبية، الشرعية، القانونية... وغيرها؛ ومن هذه المهن ما تغيب كلية كمهنة التصنيف الائتماني والاستشارة الشرعية ومنها ما هو موجود إلا أن ممارستها لم يسبق لهم التعامل بـ "الأوراق المالية الإسلامية" وهم غير مؤهلين لذلك. وهذا الواقع من شأنه أن يؤثر سلبا على نجاح التعامل بالصكوك الإسلامية. ولتجاوز ذلك ينبغي اتخاذ جملة إجراءات تنظيمية وقانونية، نذكر أهمها فيما يلي:

<sup>1</sup> حافظوا السندات- ماسكوا الحسابات، متوفر على موقع لجنة COSOB، على الرابط التالي: <https://www.COSOB.org/ar/tcc/>

<sup>2</sup> COSOB: Report annuel 2018, p: 19.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- توفير المكاتب التي تقدم خدمات المحاسبة والمراجعة والاستشارات المالية والفنية اللازمة<sup>1</sup>.
- قيام كل من المجلس الوطني للمحاسبة ومجلس النقد والقرض وبالإشتراك مع مختصين في الصكوك الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية بصفة عامة بدراسة المسائل المحاسبية ذات الصلة بالصكوك والاسترشاد في ذلك بما صدر بهذا الخصوص عن هيئة "AAOIFI". وعلى إثر ذلك يتم تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها لضمان توفير مستويات عالية من الشفافية والانضباط المالي في سوق الصكوك، إما بتعديل المعايير المحاسبية المطبقة حاليا في الجزائر، أو بإعداد معايير محاسبة ومراجعة خاصة بهذه الأدوات المالية الجديدة على السوق. والخطوات السالفة التي يقوم بها كل من المجلس الوطني للمحاسبة ومجلس النقد والقرض يُفترض أن تكون جزءا من ورشة عمل أوسع تُعنى بدراسة مختلف الجوانب المحاسبية ذات الصلة بالمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية التي يتم إخضاعها في الجزائر للنظام المحاسبي المالي، والذي يخالف عمليات ومنتجات المؤسسات المالية الإسلامية ولا يمكنه بأي حال أن يوفر الأسلوب المناسب للقياس والعرض والإفصاح على البيانات المحاسبية لهذه المؤسسات<sup>2</sup>.
- بناء أسس قانونية واضحة لتسوية المنازعات المتعلقة بالصكوك مع تغليب الأحكام الشرعية على الأحكام القانونية في حال وقوع تعارض بينهما، وذلك من خلال فرض رجوع المحاكم للهيئتين الاستشاريتين الشرعيتين المركزيتين قبل الفصل في أي نزاع ذو صلة بمجال اختصاص كل واحدة منها؛ ويتم تضمين ذلك ضمن الإطار القانوني لعمل الهيئتين الذي سبق اقتراحه.
- تأهيل أصحاب المهن القانونية: من قضاة ومحامين ومستشارين وخبراء للتعامل مع النزاعات المتعلقة بالصكوك الإسلامية. مع تأسيس مركز تحكيم متخصص في تقديم حلول بديلة لفض النزاعات ذات الصلة بالمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، بناء على قواعد للتحكيم متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- إنشاء وكالة تصنيف ائتماني محلية، مع تزويدها بالكفاءات اللازمة التي تجعلها قادرة على تقديم تصنيف ائتماني وشرعي (تصنيف الجودة الشرعية) للمنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية. وقبل ذلك، يقع على عاتق لجنة COSOB مهمة إصدار نظام خاص بـ "وكالات التصنيف الائتماني".
- إصدار لجنة COSOB لكل من "نظام المستشارين الشرعيين"، و"نظام وكالات تسعير الصكوك".
- وضع برامج أكاديمية ومهنية متخصصة في مجالات الصكوك الإسلامية لتكوين وتخرج خبراء ومتخصصين للعمل في مجالات: الرقابة والتدقيق الشرعيين على الصكوك، ومحاسبة ومالية وتسويق الصكوك، والأعمال

<sup>1</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص: 141.

<sup>2</sup> حمزة شوار، مرجع سابق، ص: 356.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

والاستشارات القانونية المتعلقة بالصكوك<sup>1</sup>. ويمكن في هذا المجال الاستفادة من العروض التكوينية التي تقدمها مؤسسة داعم للاستشارة والتدريب DAIM Consult & Training التي تشمل كلا من الآتي<sup>2</sup>:

- اختبار برنامج المراقب والمدقق الشرعي (CSAA) الخاص بـ (AAOIFI).
- برنامج الماجستير المهني التنفيذي في المالية الإسلامية المعتمد دوليا من المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI).
- برنامج شهادة المحكم في المالية الإسلامية بالتعاون مع المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم بدبي (IICRA).
- دورات تدريبية في مجال الصكوك الإسلامية بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحث والتدريب (IRTI) التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة.

### المطلب الرابع: الإطار الضريبي المقترح لصناعة الصكوك الإسلامية بالجزائر

تنظم وتحكم النظام الضريبي الجزائري خمسة قوانين ضريبية رئيسية، هي كل من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، وقانون الضرائب غير المباشرة، وقانون الضرائب على المبيعات وهو مخصص أساسا للرسوم على القيمة المضافة (TVA)، وقانون التسجيل، وقانون الطابع. وكل هذه القوانين يتم تحديثها من خلال قانون المالية، الذي يعدّل على أساس سنوي الأحكام القائمة حول معدلات الضرائب، والضرائب الجديدة، والإعفاءات.... ونحوها من الأمور ذات الصلة.

والقوانين الضريبية الحالية في الجزائر كمثيلتها في معظم دول العالم، لا تميز بين ممارسات المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية ونظيرتها التقليدية، وهو ما جعل هذه المؤسسات عرضة للازدواج الضريبي، فهي خاضعة على سبيل المثال لرسوم إشهار عقاري مضاعف، ولرسوم مزدوجة على القيمة المضافة، ورسوم مزدوجة على التسجيل<sup>3</sup>. وهذا ما أثر بصفة مباشرة على تكلفة المنتجات المالية الإسلامية بالنسبة للزبائن مقارنة مع تلك المقدمة من قبل المؤسسات المالية والمصرفية التقليدية.

<sup>1</sup> أحمد بلخير، مرجع سابق، ص: 292.

<sup>2</sup> موقع مؤسسة داعم، على الرابط التالي: [www.daim-dz.com](http://www.daim-dz.com)، تاريخ الإطلاع: 5 جانفي 2018.

<sup>3</sup> متوفر على الرابط التالي:

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

وبناء على ما سبق، يمكن القول أن القوانين الضريبية المطبقة حاليا في الجزائر قد ساهمت في خلق بيئة غير مواتية للعمل المالي الإسلامي. وتطبيق الصكوك الإسلامية في هكذا بيئة سيؤثر حتما على نجاحها وازدهارها. ولتجاوز هذه العقبة ينبغي قبل إدخال الصكوك الإسلامية للنظام المالي للبلاد؛ العمل على توفير نظام ضريبي محايد، كخطوة استباقية تتخذها السلطات المالية والضريبية تضمن من خلالها تناسب القدرة التنافسية للصكوك من حيث التكلفة مع ما لنظيرتها التقليدية. وبمجرد وضع نظام ضريبي محايد، يمكن بعد ذلك توفير خصومات وإعفاءات ضريبية لتحفيز المصدرين والمستثمرين المحتملين على اختيار الصكوك؛ على أن يراعى في ذلك تكافؤ هذه الحوافز مع ما يحوزه المتعاملون في السندات بل وأكثر لما للصكوك من أهمية ولما تتميز به من مزايا، عدا عن كونها أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عكس السندات.

### أولاً: الحياد الضريبي:

حتى تعامل الصكوك، معاملة جبائية مكافئة للمعاملة الجبائية للسندات وفق مبدأ الحياد الضريبي؛ ينبغي إجراء تعديلات على التشريعات الضريبية يتم من خلالها:

- معاملة الربح المتعلق بالصكوك الإسلامية لأغراض ضريبية، على أنه "فائدة".
- تجاهل التصرف الأساسي في الأصول المعنية بعملية التصكيك لأغراض ضريبة الدخل. وهو ما يسمح بإلغاء أي تأثير ضريبي إضافي على البيع وإعادة الإيجار المطلوب في معاملات الصكوك.
- الإعفاء من رسوم التسجيل (بما فيها رسم الإشهار العقاري) على البيع الأساسي والتخلص من الأصول. وذلك ما يضمن عدم التعرض لرسوم إضافية.

### ثانياً: الحوافز الضريبية:

بعد تطبيق الحياد الضريبي يتعين على السلطات المالية والضريبية في البلاد توفير جملة من الحوافز الضريبية للمتعاملين بالصكوك. وهذه الحوافز كما بينا من قبل تعد من متطلبات استقطاب سوق الصكوك للمصدرين والمستثمرين المحتملين. وحتى يتسنى ذلك نقترح تقديم جملة الإعفاءات والخصومات الضريبية التالية:

- إعفاء أي شخص (مقيم أو ليس مقيم) من دفع الضريبة على أرباح الصكوك (الضريبة على الدخل الإجمالي المطبقة على الأشخاص الطبيعيين والضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للأشخاص الاعتباريين)، فيما يتعلق بالصكوك المصدرة من قبل الحكومة، أو من قبل الشركات.
- إعفاء هيئات التوظيف الجماعي (صناديق الاستثمار) من دفع الضريبة على أرباح الصكوك.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- إعفاء فوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الصكوك الصادرة عن الشركات أو عن الدولة، المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة؛ من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات. وذلك على غرار ما نصت عليه المادة 73 من قانون المالية لسنة 2015، والمطبق على السندات المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة<sup>1</sup>.
- الإعفاء من حقوق التسجيل، العمليات المتعلقة بالصكوك المسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو المتداولة في سوق منظم. كما هو معمول به بالنسبة للسندات، حسب نص المادة 73 سابقة الذكر<sup>2</sup>.
- خصم مصاريف الإصدار من وعاء الضريبة على أرباح الشركات، لمصدري الصكوك المبنية على كل من عقود المشاركة والمضاربة والوكالة والإجارة. مع تقديم خصومات مماثلة لمصدري الصكوك الموجهة لتمويل مشاريع مستدامة مسؤولة اجتماعيا (صكوك SRI).
- منح الشركات خصما ضريبيا على النفقات الإضافية التي تتكبدها عند إصدار صكوك موجهة للأفراد (صكوك تجزئة).
- منح جميع الوثائق المكتوبة المتعلقة بإصدار أو شراء الصكوك الموافق عليها من قبل لجنة COSOB؛ إعفاء من رسوم الطابع.

<sup>1</sup> موقع بورصة الجزائر، على الرابط التالي: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=164>

<sup>2</sup> المرجع السابق.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

### خلاصة الفصل:

على إثر دراستنا الاستشرافية لسبل تهيئة بيئة مناسبة لدمج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري؛ تبين لنا الآتي:

- إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري يواجه عقبات عدة (تنظيمية، وقانونية، وضريبية، وشرعية وغيرها)؛ منها ما يلي:

- ضعف المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية التي يُفترض فيها أن تكون من أهم المشاركين في سوق الصكوك الإسلامية. والسبب الأول وراء هذا الضعف راجع للإهمال الكبير الذي تتعرض له هذه المؤسسات وباقي فروع الصناعة المالية الإسلامية من قبل المسؤولين الجزائريين، والذي تسبب في خلق بيئة لا تسمح بأي حال من الأحوال لهذه الصناعة بالتطور.

- غياب هيئة استشارية شرعية مركزية تتولى مهمة الإشراف والرقابة الشرعية على سوق الصكوك الإسلامية.

- معاناة سوق رأس المال في الجزائر من العديد من المشاكل التي تسببت في تهميش دوره في تمويل الاقتصاد، وهي مشاكل ستأثر سلبا لا محالة على سوق الصكوك وقدرته على تمويل الاقتصاد باعتباره جزءا من السوق المالي ككل.

- عدم توافر العديد من المهن التي يؤدي أصحابها أدوار هامة في مختلف هياكل الصكوك الإسلامية، كمهنة التصنيف الائتماني، والاستشارة الشرعية، وحتى بالنسبة للمهن الموجودة، والتي يحتاجها سوق الصكوك، فإن أصحابها غير مؤهلين للتعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- عدم توفر بيئة قانونية تسمح بإصدار وتطبيق الصكوك في الاقتصاد الجزائري.

- تجاوز عقبات إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري يتطلب تضافر جهود كافة الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك الإسلامية كل حسب دوره المنوط به والمنتظر في السوق؛ للعمل على اتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق ذلك.

- يمكن الاعتماد على ذات الجهات التنظيمية والرقابية لسوق السندات في تنظيم والإشراف على سوق الصكوك، وقبل ذلك في توفير البيئة المناسبة لدمج هذه الأدوات المالية. مع تأسيس هيئة استشارية شرعية مركزية تعمل جنبا إلى جنب مع تلك الجهات، لتغطي الحلقة المفقودة في الجانب التنظيمي والرقابي المتعلقة بالرقابة الشرعية باعتبار الصكوك أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

## الفصل الرابع ————— الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري

- يمكن للجهات السيادية استخدام الصكوك الإسلامية لأغراض عدة تختلف عن غرضها في تمويل العجز في الخزينة العمومية على رأسها تحسين علاقة بنك الجزائر بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية. وأيا ما كان غرض الجهات السيادية من إصدارها للصكوك الإسلامية عليها أن توفر في إصداراتها تلك جملة من العوامل التي تجتذب من خلالها أكبر فئة من المستثمرين (مؤسسات وأفراد، أجنب ومحلين)، وتحقق من خلالها أكبر استفادة من سوق الصكوك.
- من المحتمل أن تشارك العديد من شركات القطاع العام والخاص في إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير موارد مالية تغطي احتياجاتها التمويلية ولكي ينجح سوق الصكوك في استقطاب هذه الفئة من المصدرين لا بد من توعية الشركات بالمزايا التي تمنحها إياها الصكوك مع تأهيل هذه الشركات وتمهيتها للقيام بعملية الإصدار، وأيضا بناء منحنيات العائد القياسية للإصدارات الحكومية، وجعل تكاليف إصدار الصكوك منافسة لتكاليف التمويل البنكي.
- تحتاج العديد من المؤسسات العاملة في الجزائر للصكوك من أجل تنويع محافظها الاستثمارية على رأسها البنوك وشركات التأمين وشركات التأمين التكافلي وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وصندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل، وهيئات الضمان الاجتماعي. ويمكن لسوق الصكوك الاستفادة من هذه الشركات إلى جانب الأفراد ذوي الفوائض المالية في تنشيط الطلب على الصكوك شريطة توافر السوق على عوامل الجذب اللازمة.

ومحصلة ما تم التوصل إليه في هذا الفصل هو أن نجاح إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري يتطلب بذل أقصى جهد من أجل رفع كافة العقبات (التنظيمية، والقانونية، والضريبية، والشرعية وغيرها) التي تقف دون ذلك وينبغي إلى جانب ذلك توفير كافة عوامل الجذب في السوق الأولي والسوق الثانوي للصكوك الإسلامية لتحفيز قاعدة متنوعة من المصدرين (جهات سيادية ومؤسسات) والمستثمرين (أفراد ومؤسسات) لاختيار هذه الأدوات المالية ومن ثم ضمان توفير العمق والاتساع اللازم للسوق.

الخاتمة

## الخاتمة:

من أجل تحديد متطلبات إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري للاستفادة من مختلف مزايا هذه الأدوات المالية المبتكرة، وعلى رأس تلك المزايا قدرتها العالية على جذب المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية حقيقية؛ حاولنا بداية التعرف على هذه المنتجات المالية المتوقعة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصبحت محط أنظار العديد من دول العالم بعد الأزمة المالية لسنة 2008، وبعدها عملنا على تحليل واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري للتعرف على الاحتياجات التمويلية للاقتصاد وجدوى استخدام الصكوك الإسلامية فيه كمصدر تمويلي جديد، ثم قمنا بدراسة تجرّبي ماليزيا والسعودية في العمل بالصكوك الإسلامية ليطمئن على إثرها استشراف سبل تهيئة بيئة مناسبة لدمج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري.

وفي ختام هذه الدراسة سيتم اختبار صحة الفرضيات التي تم وضعها في المقدمة والخروج بجملة من النتائج والتوصيات وذلك كما هو موضح في العناصر التالية:

## أولاً: نتائج اختبار صحة الفرضيات

## - الفرضية الأولى:

"يعاني الاقتصاد الجزائري من شح في الموارد المالية الضرورية لتمويل المشاريع الاستثمارية في البلاد، لذلك فهو في حاجة للبحث عن مصادر تمويلية جديدة ترفع القدرات التمويلية للخزينة العمومية وللنظام المصرفي وللسوق المالي، ومن تلك المصادر الصكوك الإسلامية."

هذه الفرضية هي فرضية صحيحة حيث تبين لنا من خلال الدراسة أن الاقتصاد الجزائري هو اقتصاد ريعي بامتياز يعتمد في تمويل استثماراته بشكل شبه كلي على ما تحصله الخزينة العمومية من إيرادات نفطية ولأن هذه الإيرادات قد شهدت في السنوات الأخيرة تراجعاً إثر انهيار أسعار النفط جراء الصدمة النفطية لسنة 2014؛ فقد باتت الخزينة العمومية مطالبة بالبحث عن مصادر تمويلية جديدة تمكنها من تمويل المشاريع الاستثمارية للدولة في إطار سياستها التنموية التي بدأتها منذ سنة 2001. ولتخفيف العبء التمويلي الملقى على عاتق الخزينة أصبح من الضروري رفع مساهمة كل من النظام البنكي وسوق رأس المال في عملية تمويل التنمية وهي المساهمة التي ظلت لسنوات بدرجات متفاوتة دون المستوى وإن تم تجاوز ذلك قبل الأزمة لوفرة الموارد المالية في تلك الفترة، فإن ذلك لم يعد قابلاً للتجاوز بعد الأزمة. غير أن ضعف القدرات التمويلية للبنوك وضعف جاذبية سوق سندات الدين وسوق سندات رأس المال ودورها الهامشي في تمويل الاقتصاد تسبب في عدم إحداث التغيير المنشود. وهنا ظهرت حاجة الاقتصاد الجزائري للصكوك كمصدر تمويلي جديد يسمح بتحسين وزيادة القدرات التمويلية لكل من الخزينة العمومية والبنوك والسوق المالي.

## - الفرضية الثانية:

"تكمن استفادة ماليزيا والسعودية من تطبيق الصكوك الإسلامية في تعزيز قدراتها على تمويل نفقاتها الاستثمارية وعجزاتها الموازنة من ناحية، وفي مساعدة الشركات على توفير احتياجاتها التمويلية."

هذه الفرضية هي فرضية صحيحة في جزء منها حيث توصلت الدراسة إلى أن تطبيق ماليزيا والسعودية للصكوك الإسلامية قد مكن فعلا الجهات السيادية في البلدين من الاستفادة من هذه الأدوات المالية في تمويل الإنفاق الاستثماري والعجز الموازي، كما مكن شركات البلدين من توفير مصادر تمويلية جديدة لسد احتياجاتها التمويلية ومكن البنوك كنوع من أنواع الشركات من توسيع قدراتها على حشد المدخرات المالية. وأوجه الاستفادة هذه تعتبر الأهم لكنها ليست الوحيدة حيث بينت الدراسة أن البلدين استفادا أيضا من الصكوك بدرجات متفاوتة في إدارة السيولة المصرفية وكذلك في توفير أوراق مالية إسلامية بديلة للبنوك الإسلامية.

## - الفرضية الثالثة:

"إن توفير سوق مالي نشط ومؤسسات مالية ومصرفية إسلامية متنوعة وبيئة تشريعية مناسبة للعمل بالصكوك الإسلامية وقبل ذلك توافر إرادة سياسية صادقة لتبني الصكوك الإسلامية تمثل أهم دعائم نجاح الصكوك الإسلامية المستفاد من التجربتين الماليزية والسعودية."

هذه الفرضية هي الأخرى فرضية صحيحة في جزء منها؛ حيث بينت الدراسة أن نجاح الصكوك الإسلامية يرتبط أساسا بتوفر بنية مؤسساتية متينة من ضمن ما تشمل مؤسسات مالية ومصرفية إسلامية متنوعة ونشطة، سوق مالي نشط، جهات تنظيمية ورقابية... وغيرها. وإلى جانب ذلك يتطلب نجاح الصكوك مصدرين ومستثمرين متنوعين، وبيئة قانونية مناسبة. وأن الفيصل في هذا كله هو مدى توفر إرادة سياسية حقيقية لإدماج الصكوك الإسلامية.

## - الفرضية الرابعة:

"غياب البيئة القانونية المناسبة للعمل بالصكوك الإسلامية، وقبل ذلك غياب الإرادة السياسية لإدماج هذه الأدوات المالية تعد أهم العوائق التي تحول دون تطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري."

هذه الفرضية هي فرضية صحيحة حيث تبين أنه أينما توفرت البيئة المصرفية والمالية على الإطار القانوني المناسب لنشاط المالية الإسلامية كان هناك نمو قوي للأصول المالية الإسلامية. وعكس ذلك حاصل بالجزائر سواء فيما يخص الصناعة المالية الإسلامية ككل، أو فيما يخص صناعة الصكوك الإسلامية؛ لذلك فإن من أهم العوائق التي تحول دون تطبيق الصكوك الإسلامية بالجزائر هي المتعلقة بالجانب القانوني وهي السبب الأول الذي احتجت به لجنة COSOB عند تبريرها لعدم تطبيق الصكوك الإسلامية. والعائق الآخر الذي قد يكون الأهم من ذلك والذي لا يتحدث عنه مسؤولو لجنة COSOB هو المتعلق بالشق السياسي وبالتحديد المتعلق بغياب أي إرادة لدى السلطات الجزائرية لتطبيق

الصكوك الإسلامية والاستفادة منها في حل المشاكل التمويلية للاقتصاد وهو ما تسبب في إعاقة أي تحرك في اتجاه تسريع جهود تبني هذه الأدوات وتهيئة البيئة المناسبة لها.

### - الفرضية الخامسة:

"لضمان نجاح إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري وتحقيق الاستفادة المنشودة منها لا بد من توفير مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومنتطورة وسوق مالي نشط وبيئة قانونية مناسبة." "

هذه الفرضية هي فرضية صحيحة في جزء منها حيث بينت الدراسة أن نجاح الصكوك الإسلامية يتطلب توفير مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ونشطة لما تؤديه هذه المؤسسات من أدوار هامة في سوق الصكوك، إلى جانب توفير سوق مالي نشط يسمح بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية بعيدا عن أي مشاكل تعيق ازدهار هذه المنتجات المالية، مع توفير بيئة قانونية مناسبة تراعي خصوصية هذه المنتجات وتضمن حماية حقوق ومصالح الأطراف المشاركة فيها بما يشيع الثقة والطمأنينة في التعامل بمكذا أدوات مالية.

والمتطلبات المذكورة آنفا رغم أهميتها لا يمكن أن تحقق لوحدها الاستفادة المطلوبة من وراء التعامل بالصكوك بل يحتاج الأمر لتوافر جملة من المتطلبات الأخرى التي لا تقل أهمية عن تلك المذكورة آنفا، كتوفير هيئة استشارية شرعية مركزية تتولى مهمة الإشراف والرقابة الشرعية على سوق الصكوك الإسلامية، وتوفير كوادر بشرية مؤهلة وبيئة اقتصادية وسياسية مستقرة، وسوق أولي وثانوي للصكوك يملك كامل المقومات اللازمة لجذب المستثمرين والمصدرين، وغيرها من المتطلبات.

### ثانيا: نتائج الدراسة

بعد معالجتنا لموضوع الدراسة، يمكننا استخلاص النتائج التالية:

- 1- تعتبر الصكوك الإسلامية أحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وهي أداة مالية واستثمارية قائمة على مبادئ الشريعة الإسلامية تم ابتكارها لتكون بديلا عن السندات الربوية التقليدية.
- 2- الاقتصاد الجزائري بعد أن أمضى سنوات من الوفرة المالية؛ بات يعاني في السنوات الأخيرة بعد الأزمة النفطية لسنة 2014 من شح في الموارد المالية الضرورية لتمويل المشاريع التنموية للبلاد، في وقت تُتداول فيه أموال ضخمة خارج القنوات الرسمية عجزت الدولة على امتصاصها واستغلالها في تمويل عجلة التنمية.
- 3- الاستدانة الداخلية عن طريق إصدار سندات ربوية والإصدار النقدي الجديد غير المغطى إضافة للاستدانة الخارجية هي حلول لجأت إليها الخزينة العمومية من أجل رفع قدراتها المالية، وقد أثبتت هذه الحلول فشلها وعدم فاعليتها بل وآثارها الخطيرة على الاقتصاد.

- 4-** ضعف القدرات التمويلية للبنوك وضعف جاذبية السوق المالي حالا دون تمكن هذه المؤسسات من تخفيف الأعباء التمويلية الملقاة على عاتق الخزينة العمومية.
- 5-** الصكوك الإسلامية بإمكانها مساعدة الدولة على امتصاص الكتلة النقدية المتداولة خارج القنوات الرسمية؛ نظرا لتوافق هذه الأدوات المالية مع رغبات فئة واسعة من المجتمع الجزائري تتعاطش لمنتجات مالية تتوافق مع معتقداتها الدينية وتفضل اكتناز أموالها أو تداولها خارج القنوات الرسمية على أن تستثمرها في القنوات الاستثمارية التي يتيحها نظام التمويل الربوي.
- 6-** الصكوك الإسلامية بإمكانها أن تكون مصدرا تمويليا جديدا للخزينة العمومية يُمكنها من سد احتياجاتها التمويلية ويُجنبها مخاطر أدوات التمويل الربوية.
- 7-** بإمكان الصكوك الإسلامية أن توفر للبنوك الجزائرية مصدرا تمويليا جديدا يمكنها من الحصول على موارد بأجال طويلة وبمبالغ كبيرة ويضمن في الوقت نفسه توجيهها لمشاريع حقيقية، ما يمنع أي آثار تضخمية كما يحدث مع القروض بفائدة.
- 8-** إدراج الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال بالجزائر يسمح له بتوسيع مشاركته في تمويل الاقتصاد من خلال تمكينه من استقطاب فئات أكبر من المصدرين، ومن المستثمرين نظرا لتلاؤم هذه المنتجات مع مبادئ الشريعة الإسلامية والتنوع الكبير في أنواع الصكوك التي يمكن التعامل بها في السوق بعكس السندات.
- 9-** اهتمام ماليزيا الكبير بتوفير مُناخ وبنية تحتية مناسبة للصكوك الإسلامية والصناعة المالية الإسلامية عموما، كان العامل الأساس الذي قاد هذه الدولة لتصدر سوق الصكوك على المستوى العالمي.
- 10-** حتى تواجه السعودية مشاكلها التمويلية التي باتت تعاني منها إثر الأزمة النفطية باعتبارها بلدا ريعيا مثله مثل الجزائر؛ قامت بإجراء إصلاحات هامة على مستوى سوق الصكوك لتُوفر البيئة المناسبة لازدهار هذه الأداة المالية وتحقق إثر ذلك أكبر استفادة منها في تنوع مصادر التمويل في البلاد.
- 11-** نجاح العمل بالصكوك الإسلامية على ضوء التجربتين الماليزية والسعودية يتطلب توافر مؤسسات مالية ومصرفية إسلامية متنوعة ونشطة، سوق مالي أولي وثانوي ببنية تحتية متينة، هيئات تنظيمية ورقابية لها كافة الصلاحيات للإشراف على سوق الصكوك وتطوير العمل بهذه المنتجات المالية، شركات تصنيف ائتماني، ومؤسسات مختصة في فصل النزاعات وغيرها من المؤسسات التي تعمل كأطراف مساعدة للمصدرين والمستثمرين في الصكوك الإسلامية. وإلى جانب ذلك يتطلب نجاح الصكوك مصدرين (قوى العرض) ومستثمرين (قوى الطلب) متنوعين، وبيئة قانونية مناسبة. وجميع هذه المتطلبات لا يمكن توفيرها دون وجود إرادة سياسية قوية لتطوير سوق الصكوك الإسلامية.

**12-** إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري على ضوء ما استفدناه من دراسة التجريبتين الماليزية والسعودية؛ تواجهه العديد من العقبات في مجالات شتى سياسية، اقتصادية، مؤسساتية، معرفية، تنظيمية، قانونية، وشرعية.

**13-** لنجاح إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري ينبغي رفع كافة العقبات التي تقف دون ذلك وينبغي إلى جانب ذلك توفير كافة عوامل الجذب في السوق الأولي والسوق الثانوي للصكوك الإسلامية لتحفيز قاعدة متنوعة من المصدرين (جهات سيادية ومؤسسات) والمستثمرين (أفراد ومؤسسات) لاختيار هذه الأدوات المالية ومن ثم ضمان توفير العمق والاتساع اللازم للسوق.

**14-** أهم عائق سياسي لإصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري يتمثل في غياب إرادة لدى المسؤولين الجزائريين لتطوير صناعة التمويل الإسلامي بكافة فروعها حتى تأخذ هذه الصناعة مكانتها التي تستحقها في الاقتصاد. ويضاف لهذا العائق غياب الاستقرار السياسي في البلاد الذي يؤدي في الغالب لرزعقة الثقة لدى المستثمرين. ولمواجهة هذه العوائق ينبغي العمل على تحقيق الاستقرار السياسي، مع إقناع المسؤولين السياسيين أن بإمكان التمويل الإسلامي عموماً والصكوك خصوصاً أن تكون جزءاً هاماً من الحل لما تعانيه البلاد من شح في الموارد المالية، وذلك حتى تتولد لديهم إرادة التغيير من أجل إدماج الصكوك الإسلامية وتطوير العمل المالي الإسلامي.

**15-** في الجانب المؤسسي وعلى خلاف السعودية وماليزيا، تعاني الجزائر من ضعف البنية المؤسساتية التي يمكنها احتواء الصكوك الإسلامية وإنجاح التعامل بها وأهم مؤشرات هذا الضعف تتمثل فيما يلي:

- قلة المؤسسات الناشطة في الصناعة المالية الإسلامية وانحصارها في بنكين ونافذتين إسلاميتين إلى جانب شركة تأمين تكافلي وحيدة مع غياب كلي لشركات إعادة التأمين التكافلي، وصناديق الاستثمار الإسلامية.

- غياب هيئة استشارية شرعية مركزية تتولى مهمة الإشراف والرقابة الشرعية على سوق الصكوك الإسلامية.

- صغر السوق المالي ومعاناته من العديد من المشاكل.

- الافتقار للعديد من المهن التي يؤدي أصحابها أدوار هامة في مختلف هياكل الصكوك الإسلامية، كمهنة التصنيف الائتماني، والاستشارة الشرعية، التحكيم في منازعات الأوراق المالية الإسلامية.

- غياب بنوك الاستثمار (الإسلامية منها والتقليدية) وصناديق الاستثمار الإسلامية رغم أهميتها الكبرى في سوق الصكوك.

ومن أجل تحسين البنية المؤسساتية ينبغي القيام بالآتي:

- توفير بيئة مناسبة في شتى النواحي (التنظيمية والقانونية والشرعية والمحاسبية، ...) لنشاط مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية؛ تُشجع على دخول المزيد من هذه المؤسسات للسوق.
- تأسيس هيئة استشارية شرعية مركزية تابعة لبنك الجزائر، وأخرى تابعة للجنة COSOB.
- توفير البيئة الملائمة لتطوير وتوسيع السوق المالي.
- إنشاء بنوك استثمار وصناديق استثمار إسلامية وتشجيع ذلك بكافة الطرق.
- إنشاء وكالة تصنيف ائتماني ومركز للتحكيم متخصص في تقديم حلول بديلة لفض النزاعات ذات الصلة بالمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية.

**16-** في الجانب الثقافي يسود في الجزائر كما في غيرها من الدول الإسلامية الجهل بمبادئ المالية الإسلامية كما تغيب لدى أفراد المجتمع ثقافة التمويل والاستثمار في السوق المالي، أما في الجانب التكويني فتوجد في الجزائر قلة في الموارد البشرية التي تجمع بين التأهيل العلمي والعملية في المعاملات المالية الإسلامية عموما والصكوك الإسلامية خصوصا. ولتجاوز هذه العوائق الثقافية والتكوينية ينبغي العمل على نشر الثقافة البورصية. وتوعية أفراد المجتمع بالمعاملات المالية الإسلامية مع العمل بشتى الطرق على تكوين كوادر بشرية مؤهلة علميا وعمليا في مجال المالية الإسلامية، وعلى بناء القدرات المعرفية والفنية لمختلف المتدخلين في سوق الصكوك.

**17-** يشكل ارتفاع معدلات التضخم وتأثيره السلبي على الميل الادخاري لأصحاب الفوائض المالية. وانخفاض معدلات النمو الاقتصادي وتأثيره السلبي على الطلب على التمويل. إلى جانب سيطرة السوق الموازي على الاقتصاد أهم العقبات الاقتصادية التي تواجه عملية إصدار وتطبيق الصكوك في الجزائر. ويتطلب تخطي هذه العقبات السيطرة على الاقتصاد الموازي الذي لا يمثل فقط مشكلا بالنسبة للسوق المالي الجزائري بل للاقتصاد ككل. مع تحسين ظروف الاقتصاد الكلي للبلاد.

**18-** إن أكبر العقبات التي حالت دون إدماج الصكوك في الاقتصاد الجزائري بشهادة لجنة COSOB هي تلك العقبات المتعلقة بالشق القانوني. وهذه العقبات تشمل الآتي:

- عدم توفر إطار واضح للحوكمة الشرعية يمنح الصكوك الإسلامية والصناعة المالية الإسلامية بصفة عامة القبول والثقة في مدى توافق عملياتها مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- غياب الاعتراف بالصكوك الإسلامية في القوانين والأنظمة الحاكمة للسوق المالي الجزائري. مع غياب الاعتراف بالشركة ذات الغرض الخاص رغم أهميتها الكبيرة في هيكله الصكوك.

- عدم امتلاك المستثمرين والمصدرين المحتملين للصكوك الإسلامية التراخيص القانونية التي تمنحهم القدرة على ولوج سوق الصكوك.
- عدم مراعاة القوانين الضريبية المطبقة حاليا في الجزائر لخصوصية المنتجات المالية الإسلامية.
- ومن أجل تخطي هذه العقبات، يتطلب ذلك اتخاذ جملة الإجراءات التالية:
  - إصدار إطار خاص بالحوكمة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية.
  - توفير الاعتراف القانوني بالصكوك على أنها قيم منقولة ريثما يتم إصدار قانون خاص بالصكوك الإسلامية، ولوائح توضح كافة الأحكام والمتطلبات الواردة في القانون.
  - توفير الاعتراف القانوني بالشركات ذات الغرض الخاص مع إصدار نظام خاص بهذه الشركات في مرحلة لاحقة.
  - إجراء تعديلات على النصوص المتعلقة ببورصة القيم المنقولة ليصبح بالإمكان تداول هذه الأدوات المالية جنبا إلى جنب مع نظيرتها التقليدية.
  - توفير الغطاء القانوني لتسهيل عمل كافة الأطراف المتدخلة في سوق الصكوك من مستثمرين، ومصدرين، وأطراف مساعدة.
  - التخلص من أي معاملة ضريبية تفضيلية للسندات على الصكوك. مع منح حوافز ضريبية للمصدرين والمستثمرين المحتملين في سوق الصكوك لتشجيعهم على ولوج السوق.
- 19-** الجهات التنظيمية والرقابية للسوق المالي الجزائري الموجودة حاليا، بإمكانها من خلال ما تمتلكه من صلاحيات قانونية ممارسة أدوار جد هامة في سوق الصكوك الإسلامية.
- 20-** البنوك وشركات التأمين وشركات التأمين التكافلي وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وصندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل، وهيئات الضمان الاجتماعي كلها مؤسسات بحاجة للصكوك لتنويع محافظها الاستثمارية وهي قادرة على تنشيط الطلب على هذه المنتجات في حال توفر السوق الأولي والثانوي للصكوك الإسلامية على عوامل الجذب اللازمة من حوافز ضريبية وإصدارات ذات تصنيفات ائتمانية مقبولة، وإجراءات طرح غير معقدة، وعوائد تنافسية، وسوق ثانوي نشط... ونحوها. والأمر نفسه بالنسبة للأفراد ذوي الفوائض المالية.
- 21-** تحتاج الجهات السيادية في الجزائر لإصدار الصكوك ليس فقط من أجل سد العجز المالي للخزينة العمومية - وإن كان هو الغرض الأساس-؛ بل أيضا من أجل إدارة السيولة المصرفية من خلال أدوات مالية

إسلامية بديلة عن السندات التي لا يمكن لبنك الجزائر التعامل بها في علاقته مع البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية. وأيضا لمساعدة البنوك والمؤسسات المالية على الانضباط بمتطلبات السيولة القانونية التي تخضع لها من خلال توفير أوراق مالية إسلامية بديلة عن السندات تتمتع بقدر عال من السيولة. وأيا ما كان غرض الجهات السيادية من إصدارها للصكوك الإسلامية، عليها أن توفر في إصداراتها تلك جملة من العوامل التي تجتذب من خلالها أكبر فئة من المستثمرين (مؤسسات وأفراد، أجنبى ومحليين)، وتحقق من خلالها أكبر استفادة من سوق الصكوك.

**22-** استقطاب عدد كبير من الشركات ذات العجز المالى من القطاعين العام والخاص لتوسيع قاعدة المصدرين في سوق الصكوك ومن ثم توسيع هذا الأخير وزيادة قدرته على تمويل الاقتصاد؛ لا يتم إلا باتخاذ جملة إجراءات تحفز الشركات على اختيار الصكوك دون غيرها من مصادر التمويل. وعلى رأس تلك الإجراءات؛ توعية الشركات بالمزايا التي تمنحها إياها الصكوك مع تأهيل هذه الشركات وتهيئتها للقيام بعملية الإصدار، وأيضا بناء منحنيات العائد القياسية للإصدارات الحكومية، وجعل تكاليف إصدار الصكوك منافسة لتكاليف التمويل البنكي.

### ثالثا: التوصيات

على إثر ما توصلنا إليه من نتائج؛ يمكننا تقديم التوصيات التالية:

**1-** تخلي المسؤولين الجزائريين عن نظرهم القاصرة تجاه المعاملات المالية الإسلامية. والإسراع في وضع خطة استراتيجية واضحة وقابلة للقياس لتطوير الصناعة المالية الإسلامية في البلاد.

**2-** تقرب صناع القرار في البلاد من الخبراء والمتخصصين في مجال صناعة الصكوك الإسلامية والإصغاء لمقترحاتهم، وإشراكهم في وضع خطط واضحة ودقيقة لتبني الصكوك الإسلامية وإنجاح التعامل بها. سواء كان هؤلاء الخبراء والمتخصصون من داخل الوطن أو خبراء جزائريين متواجدين خارج الوطن؛ الذين من بينهم كفاءات ذات مناصب قيادية في مجال الصناعة المالية الإسلامية وصناعة الصكوك خصوصا وهم مستعدون لبذل قصارى جهدهم لخدمة بلدهم في هذا المجال.

**3-** تأسيس هيئة استشارية شرعية مركزية وتكليفها إلى جانب باقي الجهات التنظيمية والرقابية للسوق المالى بتسريع وتيرة إدماج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد.

**4-** إحداث تقارب بين الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك والمؤسسات الدولية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية (IFSB، IICRA، AAOIFI، ...)؛ للاستفادة مما يصدر عن هذه المؤسسات من قرارات

ومعايير وتوصيات، وأيضا للاستفادة من الدعم الفني والتدريب المقدم من قبلها في مختلف مجالات المالية الإسلامية عموما والصكوك الإسلامية خصوصا.

**5-** إعطاء الجانب الشرعي الأولوية الكبرى من بدء عملية التخطيط لدمج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد إلى التنفيذ، ومن أول مرحلة من مراحل عملية التصكيك إلى آخر مرحلة. مع الحرص على تجنب كافة صور التحايل والصورية التي باتت تشهدها تطبيقات الصكوك في العديد من الدول.

**6-** الإسراع بتوفير الاعتراف القانوني اللازم بالصكوك الإسلامية كقيم منقولة يمكن إصدارها من قبل الجهات السيادية وأيضا الشركات والعمل إثر ذلك على استكمال باقي الخطوات القانونية اللازمة لتهيئة بيئة تشريعية مناسبة لنجاح التعامل بالصكوك الإسلامية.

**7-** التحوط من مخاطر الصكوك الإسلامية لضمان انتشارها على أوسع نطاق والاستفادة منها بأقصى قدر.

**8-** توفير بيئة محفزة لتطوير مختلف مؤسسات البنية التحتية المساندة للصكوك الإسلامية وعلى رأس هذه المؤسسات البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وشركات التأمين التكافلي، والسوق المالي الأولي والثانوي؛ إضافة لكل من وكالة التصنيف الائتماني ومركز التحكيم المتخصص في فض النزاعات المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية الذين ينبغي العمل على تأسيسهما في أقرب الآجال.

**9-** مساعدة صغار المدخرين على الاستفادة من سوق الصكوك مع توفير البيئة المناسبة لجذب الاستثمارات المؤسساتية للسوق، لما لذلك من أثر كبير على سيولته.

**10-** فسح المجال للأجانب للاستثمار في الصكوك الإسلامية وتهيئة المناخ الاستثماري الملائم لجذب رؤوس أموال هذه الفئة من المستثمرين.

**11-** أخذ الدولة زمام المبادرة لتصدّر عملية إصدار الصكوك، من أجل بعث الثقة في هذه المنتجات المالية وتهيئة الطريق لدخول الشركات في المستقبل.

**12-** تمويل عجز الخزينة العمومية من خلال إصدارات دورية للصكوك الإسلامية بدلا عن الإصدار النقدي الجديد أو الاستدانة بفائدة. وتوجيه حصيلة الإصدارات لتنفيذ المشاريع التنموية الكبرى للبلاد في كافة القطاعات.

**13-** استخدام بنك الجزائر للصكوك الإسلامية في تحسين علاقته بالبنوك الإسلامية.

**14-** الحرص على استخدام التكنولوجيا الحديثة لإضفاء الشفافية اللازمة على سوق الصكوك.

**15-** تأسيس مراكز بحثية متخصصة في المعاملات المالية الإسلامية وتعاون الباحثين من أجل تقديم بحوث متخصصة في جوانب دقيقة تتعلق بالصكوك الإسلامية في شتى المجالات القانونية، والاقتصادية، والمحاسبية، وغيرها.

**16-** المبادرة بإطلاق قناة تلفزيونية مستقلة متخصصة في الاقتصاد الإسلامي تتولى نشر وتنمية المعرفة الاقتصادية والمالية الإسلامية (بشقيها النظري والعملي) بين مختلف فئات المجتمع وتعمل على مناقشة مختلف القضايا التي تثار حول المعاملات المالية الإسلامية الموجودة حالياً أو التي سيتم تبنيها في المستقبل بالاستعانة بالخبراء والأكاديميين والمتخصصين في مختلف المجالات المتعلقة بالاقتصاد الإسلامي وذلك لإزالة أي غموض حول هذه المعاملات أو أي شكوك أو شائعات قد تدور حولها.

#### رابعاً: آفاق البحث

إثر دراسة موضوع متطلبات تطبيق الصكوك في الاقتصاد الجزائري، ورغم الجهد المبذول لإتمام هذه الدراسة، تبقى هناك جوانب تحتاج لبحث مستفيض لم يتسع المجال للخوض فيها؛ وهو ما يفتح للمهتمين بمجال المعاملات المالية الإسلامية، آفاق بحثية جديدة في مواضيع عدة يمكن أن تكون إشكاليات لدراسات مستقبلية نذكر منها ما يلي:

- مدى توافق النظام المالي المحاسبي الجزائري مع الأسس والمعالجات المحاسبية للصكوك الإسلامية.
- الصكوك الوقفية والصكوك الخضراء وإمكانيات الاستفادة منها في الاقتصاد الجزائري.
- تطبيق الصكوك السيادية في الجزائر بين حماية أصول الدولة وحماية حقوق المستثمرين.
- التجارب الدولية للتحوط ضد مخاطر الصكوك الإسلامية وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر.
- التجارب الدولية لآليات تسعير الصكوك الإسلامية وإمكانية الاستفادة منها في الجزائر.

الفهارس

فهرس الاختصارات

التسمية	الاختصار
Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions	<b>AAOIFI</b>
Additional Tier 1	<b>AT1</b>
Assets Under Management	<b>AUM</b>
Bond and Sukuk Information Exchange	<b>BIX</b>
Bank Negara Malaysia	<b>BNM</b>
Bank Negara Monetary Notes-i	<b>BNMN-i</b>
General Council for Islamic Banks and Financial Institutions	<b>CIBAFI</b>
Capital Markets and Services Act	<b>CMSA</b>
Commission d'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	<b>COSOB</b>
Exchange-Traded Bonds and Sukuk	<b>ETBS</b>
Fully Automated System for Issuing/Tendering	<b>FAST</b>
High quality liquid assets	<b>HQLA</b>
Islamic Banking and Finance Institute Malaysia	<b>IBFIM</b>
International Centre for Leadership in Finance	<b>ICLIF</b>
Islamic- exchange traded fund	<b>I-ETF</b>
Islamic Financial Services Act	<b>IFSA</b>
Islamic Financial Services Board.	<b>IFSB</b>
International Institute of Islamic Business and Finance	<b>IiBF</b>
International Islamic Liquidity Management Corporation.	<b>IILM</b>
Institute of Islamic Banking and Finance	<b>IiUM</b>
International Center for Education in Islamic Finance	<b>INCEIF</b>
Islamic- Real Estate Investment Trusts	<b>I-REITs</b>
Institut de Recherches et de Formation en Finance Islamique	<b>IRFFI</b>

Islamic Research and Training Institute	<b>IRTI</b>
International Shari'ah Research Academy	<b>ISRA</b>
Income Tax Act.	<b>ITA</b>
Liquidity Coverage Ratio	<b>LCR</b>
Lodge and Launch Framework.	<b>LoLa</b>
Malaysian Accounting Standards Board.	<b>MASB</b>
Malaysian Government Investment Issues.	<b>MGII</b>
Malaysian Government Securities	<b>MGS</b>
Malaysian Islamic Treasury Bills.	<b>MITB</b>
Les Obligations Assimilables de Trésor	<b>OAT</b>
Over the counter.	<b>OTC</b>
Real-Time Electronic Transfer of Funds and Securities System	<b>RENTAS</b>
Real Property Gains Tax Act	<b>RPGTA</b>
Shariah Advisory Council	<b>SAC</b>
Saudi Arabian Monetary Authority.	<b>SAMA</b>
Sukuk Bank Negara Malaysia based on Ijarah.	<b>SBNMI</b>
Securities Commission Malaysia.	<b>SC</b>
Securities Industry Development Corporation	<b>SIDC</b>
Unlisted Capital Market Products.	<b>UCMP</b>

## فهرس الجدول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
6	أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم	1-1
8	أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات	2-1
74	تمويل الإيرادات للإئفانق الحكومي خلال الفترة 2001-2016	1-2
77	عجز الخزينة العمومية ومصادر تمويله خلال الفترة: (2001-2016)	2-2
79	استخدامات صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة: 2000-2016	3-2
81	تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة: 2000-2016	4-2
101	الميل المتوسط/الميل الحدي/ المرونة الداخلية لودائع البنوك الجزائرية خلال الفترة: (2001-2016)	5-2
109	معامل المرونة الداخلية لقروض البنوك الجزائرية خلال الفترة: (2001-2016)	6-2
110	ودائع البنوك الجزائرية مقابل قروضها خلال الفترة: (2001-2016)	7-2
113	التداول النقدي خارج البنوك الجزائرية بالنسبة للكتلة النقدية M2 خلال الفترة: (2001-2016)	8-2
121	نسبة القروض السندية إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى القروض متوسطة وطويلة الأجل خلال الفترة: (2001-2016)	9-2
122	حجم إصدارات سندات الخزينة العمومية خلال الفترة: (2001-2016)	10-2

## فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	هيكل صكوك الإجارة	33
2-1	هيكل صكوك المراجعة	37
3-1	هيكل صكوك المضاربة	39
4-1	هيكل صكوك الوكالة	41
5-1	هيكل صكوك المزارعة (الطريقة الأولى)	43
6-1	هيكل صكوك المزارعة (الطريقة الثانية)	44
1-2	هيكل الإيرادات العامة خلال الفترة: (2016-2001)	60
2-2	تطور الإيرادات العامة خلال الفترة: (2016-2001)	60
3-2	تطور متوسط أسعار البترول مقابل إيرادات المحروقات خلال الفترة (2016-2001)	62
4-2	تطور الجباية العادية خلال الفترة: (2016-2001)	64
5-2	هيكل الجباية العادية خلال الفترة (2016-2001)	64
6-2	هيكل النفقات العامة خلال الفترة: (2016-2001)	71
7-2	تطور النفقات العامة خلال الفترة: (2016-2001)	71
8-2	تطور ودائع البنوك الجزائرية بأنواعها حسب المدة خلال الفترة: (2016-2001)	97
9-2	تطور ودائع البنوك الجزائرية لأجل وتحت الطلب حسب القطاعات خلال الفترة: (2016-2001)	97
10-2	قروض البنوك الجزائرية بحسب الجهة المستفيدة خلال الفترة: (2016-2001)	106
11-2	قروض البنوك الجزائرية بحسب المدة خلال الفترة: (2016-2001)	106
12-2	ودائع البنوك الجزائرية مقابل قروضها خلال الفترة: (2016-2001)	111
13-2	إصدارات القروض السندية في بورصة الجزائر خلال الفترة: (2016-2001)	119
1-3	بنية النظام المالي الإسلامي المالي	133
2-3	تطور صكوك الاستثمار الحكومية GII القائمة مقابل الأوراق المالية الحكومية MGS القائمة خلال الفترة: (2016-2001)	144

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
352	هيكل الإيرادات والنفقات العامة خلال الفترة: (2016-2001)	1
353	تطور وضعية الخزينة العمومية خلال الفترة: (2016-2001)	2
353	تطور الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة: (2016-2001)	3
354	تطور ودائع البنوك الجزائرية بأنواعها حسب المدة خلال الفترة: (2016-2001)	4
355	تطور ودائع البنوك الجزائرية لأجل وتحت الطلب حسب القطاع خلال الفترة: (2001-2016)	5
356	قروض البنوك الجزائرية حسب الجهة المستفيدة خلال الفترة: (2016-2001)	6
357	تطور قروض البنوك الجزائرية بحسب المدة خلال الفترة: (2016-2001)	7

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	إهداء
	شكر وتقدير
أ-ن	المقدمة
	الفصل الأول: الصكوك الإسلامية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية
3	المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية
6	المطلب الثاني: مقارنة الصكوك الإسلامية بالأسهم والسندات
9	المطلب الثالث: أطراف عملية التصكيك
13	المطلب الرابع: مراحل عملية التصكيك
18	المبحث الثاني: استخدامات الصكوك الإسلامية
18	المطلب الأول: أهداف التعامل بالصكوك الإسلامية
27	المطلب الثاني: مزايا التعامل بالصكوك
29	المطلب الثالث: آثار التعامل بالصكوك الإسلامية
32	المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية
33	المطلب الأول: صكوك الإجارة
36	المطلب الثاني: صكوك التمويل
38	المطلب الثالث: صكوك الاستثمار
42	المطلب الرابع: صكوك المشاركة في الإنتاج
46	المطلب الخامس: أنواع أخرى
48	المبحث الرابع: مخاطر الصكوك الإسلامية
48	المطلب الأول: المخاطر الائتمانية
49	المطلب الثاني: مخاطر السوق
51	المطلب الثالث: المخاطر التشغيلية

55	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري</b>	
57	تمهيد
59	المبحث الأول: واقع التمويل عن طريق الخزينة العمومية
59	المطلب الأول: الإيرادات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016)
67	المطلب الثاني: واقع النفقات العامة للجزائر خلال الفترة (2001-2016)
73	المطلب الثالث: تمويل النفقات العامة للدولة
91	المبحث الثاني: واقع التمويل عن طريق النظام البنكي
91	المطلب الأول: بنية النظام البنكي الجزائري
93	المطلب الثاني: دور النظام البنكي في حشد المدخرات
103	المطلب الثالث: دور النظام البنكي في تخصيص الموارد
115	المبحث الثالث: واقع التمويل عن طريق سوق رأس المال
116	المطلب الأول: بنية سوق رأس المال الجزائري
117	المطلب الثاني: دور سوق سندات رأس المال في تمويل الاقتصاد
118	المطلب الثالث: دور سوق سندات الدين في تمويل الاقتصاد
124	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثالث: تجارب الصكوك الإسلامية</b>	
127	تمهيد
128	المبحث الأول: دراسة التجربة الماليزية
128	المطلب الأول: صناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا
125	المطلب الثاني: الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك الماليزية
143	المطلب الثالث: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك الماليزية
155	المطلب الرابع: البيئة القانونية لصناعة الصكوك في ماليزيا
186	المطلب الخامس: البيئة الضريبية لصناعة الصكوك في ماليزيا
193	المبحث الثاني: دراسة التجربة السعودية
193	المطلب الأول: صناعة التمويل الإسلامي في السعودية

195	المطلب الثاني: الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك السعودية
202	المطلب الثالث: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك السعودية
210	المطلب الرابع: البيئة القانونية لصناعة الصكوك في السعودية
231	المطلب الخامس: البيئة الضريبية لصناعة الصكوك في السعودية
233	خلاصة الفصل
<b>الفصل الرابع: الصكوك الإسلامية أدوات تمويل واستثمار في الاقتصاد الجزائري</b>	
236	تمهيد
237	المبحث الأول: صناعة التمويل الإسلامي في الجزائر
237	المطلب الأول: الإطار العام لصناعة التمويل الإسلامي في الجزائر
244	المطلب الثاني: الإطار القانوني لصناعة التمويل الإسلامي في الجزائر
250	المبحث الثاني: مقترح لأهم الأطراف المشاركة في سوق الصكوك بالجزائر
250	المطلب الأول: الجهات التنظيمية والرقابية لسوق الصكوك بالجزائر
267	المطلب الثاني: المتدخلون الرئيسيون في سوق الصكوك الجزائرية
279	المبحث الثالث: البيئة القانونية المقترحة لصناعة الصكوك في الجزائر
280	المطلب الأول: التعديلات القانونية لاستيعاب العمل بالصكوك الإسلامية
286	المطلب الثاني: القانون الخاص بالصكوك الإسلامية والأنظمة والتعليمات ذات الصلة بتطبيق أحكامه
290	المطلب الثالث: الغطاء القانوني للمتدخلين في سوق الصكوك
305	المطلب الرابع: الإطار الضريبي المقترح لصناعة الصكوك الإسلامية بالجزائر
308	خلاصة الفصل
310	<b>الخاتمة</b>
322	فهرس الاختصارات
324	فهرس الجداول
225	فهرس الأشكال
326	فهرس الملاحق
327	فهرس المحتويات
331	قائمة المراجع

351	الملاحق
358	الملخص

# قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## I - الكتب:

- حامد بن حسن ميرة: عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية - دراسة تأصيلية تطبيقية -، دار الميامن للنشر والتوزيع، الرياض - المملكة العربية السعودية -، 2011.
- خالد بن سعود الرشود: العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية، كرسي سابك، 2013.
- خولة فريز عوض النوباني: هيكل الصكوك بين الفقه والممارسة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2017.
- دريد كامل آل شبيب: إدارة العمليات المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن -، 2015.
- زياد جلال الدماغ: الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن -، 2012.
- سامر مظهر قنطقجي: صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ط: 2، دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، حماه - سوريا -، 2015.
- سليمان ناصر: علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية - في ظل المتغيرات الدولية الحديثة مع دراسة تطبيقية حول علاقة بنك البركة الجزائري ببنك الجزائر -، مكتبة الريام، الجزائر، 2006.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، جدة، 2005.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، جدة، 2005.
- محرز محمد عباس: اقتصاديات المالية العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط 5، الجزائر، 2012.
- محمد الصيرفي: إدارة المصارف، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية - مصر -، 2007.
- محمد خصاونة: المالية العامة - النظرية والتطبيق -، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن -، 2014.
- محمود حسين الوادي وآخرون: النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن -، 2010.

- هشام أحمد عبد الحي: الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهية - منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية - مصر، 2010.

## II - المعاجم والقواميس:

- أحمد مختار عمر بمساعدة فريق عمل: معجم اللغة العربية المعاصرة، المجلد الثاني، 2008.

## III - أطروحات ورسائل جامعية:

### الأطروحات الجامعية:

- أحمد بلخير: صكوك الاستصناع وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه العلوم في العلوم الإسلامية، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر-باتنة 1، 2017-2018.
- رشيد بوكساني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- عبد الرزاق معاينة: أدوات التمويل الإسلامي وإمكانية إدماجها في القطاع المصرفي الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار-عنابة-، 2017-2018.
- عبد اللطيف بن عبد الحليم العبد اللطيف: صكوك الاستثمار: دراسة فقهية تأصيلية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، كلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2012.
- علي بطاهر: إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- نبيل بوفليح: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2010.
- نؤارة حمليل: النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري -تيزي وزو، 2014.

- أحمد إسحاق الأمين حامد: الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، تخصص: اقتصاد ومصارف إسلامية، إربد -الأردن-، 2005.
- أمال معط الله: آثار السياسة المالية على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر (1970-2012)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الاقتصاد الكمي، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان-، 2014-2015.
- حبيبة رميتة: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الاستثمار طويل الأجل بالبنوك الإسلامية -دراسة حالة: بنك أبو ظبي الإسلامي-، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي لميلة، 2013.
- حكيم براضية: التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2010/2011.
- عبد الكريم دحماني: تمويل نفقات الاستثمار العمومي للدولة - دراسة حالة برامج دعم النمو الاقتصادي-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في الحقوق، فرع الدولة والمؤسسات العمومية، كلية الحقوق، جامعة الجزائر (1)، 2011-2012.
- محمد غزال: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية -دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية-، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012-2013.

#### IV - بحوث التظاهرات العلمية:

##### المؤتمرات والملتقيات:

- أسيد الكيلاني: الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، الجزائر، يومي: 8-9 ديسمبر 2013.

- خير الدين معطى الله، رفيق شرياق: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، المدرسة العليا للتجارة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة قلمة، يومي 03-04 ديسمبر 2012.
- زيدان محمد، نورين بومدين: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق -، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006.
- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: الصكوك الإسلامية كأداة تمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، يومي 5-6 ماي 2014.
- عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان - الأردن-، يومي: 1-2 ديسمبر 2010.
- عبد القادر زيتوني: التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الجزائر، يومي: 8 - 9 ديسمبر 2013.
- عبد الملك منصور: العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الأيام: 31 ماي-3 جوان 2009.
- محمد فخري صويلح: مواصفات قانون الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي للاقتصاد والتمويل الإسلامي (ICISEF) (التمويل الإسلامي: الصكوك والتكافل)، 21-23 أكتوبر 2015، صقاريا - تركيا-.
- وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحججي: صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، غرفة تجارة وصناعة دبي، الأيام 15-17 ماي 2005.

- يوسف الشبيلي: أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة - البحرين -، يومي: 7-8 ماي 2012.

### الندوات والدورات

- حسين حامد حسان: صكوك الاستثمار الإسلامي، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة - الإمارات العربية المتحدة-، الأيام: 26-30 أبريل 2009.
- حسين حسين شحاته: إدارة السيولة في المصارف الإسلامية المعايير والأدوات، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة - السعودية-، الأيام: 25-29 ديسمبر 2010.
- شوقي أحمد دنيا: إدارة السيولة في المصرف الإسلامي، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة - السعودية-، الأيام: 25-29 ديسمبر 2010.
- صالح صالح: أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، الندوة العلمية الدولية حول: الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، جامعة فرحات عباس - سطيف-، الأيام 18-19 أبريل 2010.
- عبد الستار الخويلدي: التحديات العامة للصناعة المصرفية الإسلامية بعامة والتحديات المرتبطة بالصكوك السيادية وشبه السيادية بخاصة، حلقة عمل: الصكوك الإسلامية: طبيعتها وتطبيقاتها، مجلس دبي الاقتصادي، دبي - الإمارات العربية المتحدة-، 31 مارس 2010.
- عبد الستار الخويلدي: الجوانب القانونية المتعلقة بإصدار الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمقتضيات القانونية والمحاسبية، تونس، يومي: 28-29 مارس 2015.
- عبد العزيز أختر زيتي: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة - الإمارات العربية المتحدة-، الأيام: 26-30 أبريل 2009.
- فؤاد محمد محيسن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة - الإمارات العربية المتحدة-، الأيام: 26-30 أبريل 2009.
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي: قرار رقم 178 (4/19): بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، الأيام: 26-30 أبريل 2009.

المجلات:

- أحمد محمد النجار: (الصكوك الإسلامية مدخل ومفاهيم أولية)، مجلة التمويل الإسلامي، العدد: 1، الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، مصر، 2012.
- حبيبة رميتة: (الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل عجز الخزينة العمومية بالجزائر)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد: 3، العدد: 2، ديسمبر 2017.
- حمزة شوادري: (الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين التجارب الدولية والمعوقات القانونية المحلية دراسة استقصائية لواقع وتطورات الصناعة المالية الإسلامية في العالم)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد: 15، 2015.
- سليمان ناصر: (السياسة النقدية غير التقليدية وآفاق تطبيقها في الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، المجلد 26، العدد 2، جوان 2018.
- شركة رساميل: (5 عناصر لمرحلة تقييم إصدار الصكوك)، جريدة القبس الكويتية-يومية-، السنة 37، العدد: 12580، الكويت، 6 جوان 2008.
- عبد الباري مشعل: (الشركة ذات الغرض الخاص SPV في الصكوك: القوانين المالية)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 53، أكتوبر 2016.
- عبد الرزاق حبار: (تطور مؤشرات الأداء ومسار الإصلاحات في القطاع المصرفي الجزائري)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2013.
- فؤاد محمد محيسن: (الشركة ذات الغرض الخاص)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد: 21، العدد: 1، الأردن، جانفي 2013.
- كمال رزيق، سمير عمور: (تقييم عملية إحلال الجباية العادية محل الجباية البترولية في الجزائر)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 5، جامعة الشلف، جانفي 2008.
- محمد براق، عبد الحميد فيجل: (المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية، حالة سوق الأسهم السعودية وإمكانية استفادة بورصة الجزائر منها)، مجلة المعيار، المجلد: 22، العدد: 44، 2018.
- محمد عمر جاسر: (تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد: 21، العدد: 1، الأردن، جانفي 2013.

- محمد فضل عبد الكريم: (التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية: الفرص والتحديات)، مجلة البحوث والدراسات الشرعية، دار المنظومة، المجلد: 4، العدد: 43، أوت 2015.
- محمد مسعي: (سياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر وأثرها على النمو)، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر، 2012.
- محمود جمام، عيسى جديات: (سياسة تعقيم أثر تنقيد ربيع النفط على الأساس النقدي في الجزائر خلال الفترة (1990-2012))، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، جامعة أم البواقي، ديسمبر 2014.
- هشام بن عزة: دور الصكوك الوقفية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد: 33، فيفري 2015.

#### V - البحوث والمنشورات لهيئات رسمية:

- بنك الجزائر: الوضع الشهرية في 31 مارس سنة 2018، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 3، الصادر بتاريخ: 2018/6/3.
- بنك الجزائر: تدخل محافظ بنك الجزائر حول التطورات المالية والنقدية لسنة 2015 وتوجهات السنة المالية 2016 في ظرف استمرار الصدمة الخارجية بمجلس الأمة، أبريل 2017.
- بنك السودان المركزي: توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: مخطط المؤسسات المالية المساعدة للجهاز المصرفي، الجزء الثاني، الخرطوم - السودان، 2006.
- بورصة الجزائر: منشورات خاصة بالعموم "القيم المنقولة".
- السوق المالية السعودية (تداول): دليل الإدراج 2019، المملكة العربية السعودية.
- سوق دبي المالي، أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية: معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، دبي - الإمارات العربية المتحدة، 2014.
- المجلس الشعبي الوطني: الجريدة الرسمية للمناقشات، السنة الأولى - رقم 23، 20 نوفمبر 2017، الجلسة العلنية المنعقدة يوم الأحد 12 نوفمبر 2017، الفترة التشريعية الثامنة، دورة البرلمان العادية (2017-2018).
- مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية: وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي - خطة التنفيذ 2020، المملكة العربية السعودية، 2017/4/24.
- مخطط عمل الحكومة من أجل تنفيذ برنامج رئيس الجمهورية، الجزائر، ماي 2014.
- هيئة السوق المالية: النشرة الإحصائية ربع السنوية العدد الثاني والعشرون - الربع الرابع لعام 2019، السعودية.

- هيئة السوق المالية: برنامج الريادة المالية 2020، المملكة العربية السعودية، 2016.
- الهيئة العامة للزكاة والدخل: ضريبة القيمة المضافة: الدليل الإرشادي الخاص بالتمويل الإسلامي، 2018.
- وزارة المالية الجزائرية: مذكرة عرض قانون المالية لسنة 2017 وتقديرات 2018-2019.
- يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم: سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، جوان 2011.

## VI – القوانين والأوامر، الأنظمة والمراسيم الرئاسية:

- القانون الأساسي للصندوق الوطني للاستثمار، متوفر على الموقع الرسمي للصندوق، على الرابط التالي:  
<https://www.fni.dz/fni/?q=ar/%D8%A7%D9%84%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D8%A7%D8%B3%D9%8A.html>
- القانون التجاري، الجزائر، 2007.
- القانون المدني، الجزائر، 2007.
- القانون رقم 14/19 المتضمن لقانون المالية لسنة 2020 المؤرخ في 11 ديسمبر سنة 2019، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 81، الصادر بتاريخ 30 ديسمبر 2019.
- القرار المؤرخ في 14 ماي سنة 2016 والمتعلق بتمثيل الالتزامات المقننة لشركات التأمين و/أو إعادة التأمين، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 66، الصادر بتاريخ: 9 نوفمبر 2016.
- القرار الوزاري رقم (2218) المتعلق بضوابط تحمل الدولة الزكاة وضريبة الدخل المترتبة على الاستثمار في الصكوك والسندات الحكومية، الهيئة العامة للزكاة والدخل، المملكة العربية السعودية، 2019/3/14.
- القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، الصادرة بتاريخ 2015/5/4 والمعدلة بتاريخ 2019/6/17.
- القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، 2017/12/27.
- قواعد حساب زكاة أنشطة التمويل، الهيئة العامة للزكاة والدخل، المملكة العربية السعودية، 2019.

- قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، 27/12/2017.
- لائحة الاستثمار، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية.
- اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التأمين التعاوني، مؤسسة النقد العربي السعودي، 2004/4/20.
- اللائحة التنفيذية لنظام مراقبة شركات التمويل، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 2013/ 2 /24.
- لائحة وكالات التصنيف الائتماني، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، 2014/11/10.
- المرسوم الملكي رقم: م / 29 بشأن الموازنة العامة للدولة للسنة المالية 1437 / 1438هـ، المملكة العربية السعودية، 2016 /12/22.
- المرسوم الملكي رقم: م / 35 بشأن الموازنة العامة للدولة للسنة المالية 1439 / 1440هـ، الصادر بتاريخ 2017/12/19.
- المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (IRTI): قوانين ماليزيا -القانون 759- قانون الخدمات المالية الإسلامية 2013، ترجمة: الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (ISRA)، جدة - السعودية، 2018.
- نظام السوق المالية، مجلس الوزراء بالمملكة العربية السعودية، 2003.
- نظام الشركات، وزارة التجارة والصناعة، الرياض - المملكة العربية السعودية، 2015.
- نظام صندوق الاستثمارات العام، مجلس الوزراء بالمملكة العربية السعودية، 2019/04/17 .
- نظام صندوق التنمية الصناعية السعودي، مجلس الوزراء بالمملكة العربية السعودية، المعدل بتاريخ: 2 جويلية 2019.
- نظام ضريبة الدخل، الهيئة العامة للزكاة والدخل، المملكة العربية السعودية، الصادر في: 2004/3/7 والمعدل بتاريخ 2018/3/28.
- نظام مراقبة شركات التأمين التعاوني، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 2003/07/31.
- نظام مراقبة شركات التمويل، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 2012/7/3.

- هيئة السوق المالية، قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، مؤرخة في: 2004/10/4م.
- المرسوم التنفيذي رقم 07-58 المؤرخ في 31 جانفي سنة 2007 المتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد وسيره، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 10، الصادر بتاريخ: 7 فيفري 2007.
- الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و(ص.م.ت)، لجنة COSOB.
- المرسوم التنفيذي رقم 06-117 المؤرخ في 12 مارس 2006 المحدد للقانون الأساسي لصندوق دعم الاستثمار للتشغيل، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 16، الصادر بتاريخ: 15 مارس 2006.
- النظام رقم 09-01 المؤرخ في 17/01/2009 والمتعلق بحسابات العملة الصعبة الخاصة بالأشخاص الطبيعيين من جنسية أجنبية، المقيمين وغير المقيمين والأشخاص المعنويين غير المقيمين، بنك الجزائر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 25، الصادر بتاريخ: 29 أبريل 2009.
- المرسوم التنفيذي رقم 13/114 المؤرخ في 28 مارس 2013 والمتعلق بالالتزامات المقننة لشركات التأمين وإعادة التأمين، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 18، الصادر بتاريخ: 31 مارس 2013.
- القانون رقم: 17 - 10 المؤرخ في: 11 / 10 / 2017 المتتم للأمر رقم: 03 - 11 المؤرخ في: 26 / 08 / 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 57، الصادر بتاريخ: 2017 / 10 / 12.
- النظام رقم 17-03 المؤرخ في 6 ديسمبر 2017 المعدل والمتمم لنظام 09-02 المؤرخ في 26 مايو 2009 المتعلق بعمليات السياسة النقدية وأدواتها وإجراءاتها، بنك الجزائر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 3، الصادر بتاريخ 24 جانفي 2018.
- القانون رقم 17-11 المؤرخ في 27 ديسمبر 2017 المتضمن قانون المالية لسنة 2018، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 76، الصادر بتاريخ: 28 ديسمبر 2017.
- القرار المؤرخ في 28 مارس 2018 المحدد للشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 20، الصادر بتاريخ: 03/30/2016.

- القانون رقم 10-01 المؤرخ في 29 جوان 2010، والمتعلق بمهن الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 42، الصادر بتاريخ: 11 جويلية 2010.
- النظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، لجنة COSOB، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 41، الصادر بتاريخ 15 جويلية 2012.
- النظام رقم 14-01 المؤرخ في 16 فيفري 2014 المتضمن نسبة الملاءة المطبقة على البنوك والمؤسسات المالية، بنك الجزائر.
- القانون رقم 15-02 المؤرخ في 4 جانفي سنة 2015 والمتعلق بالتعاضديات الاجتماعية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 1، الصادر بتاريخ: 7 جانفي 2015.
- النظام رقم 16-02 المؤرخ في 21 أبريل سنة 2016 والحدّد لسقف التصريح باستيراد وتصدير الأوراق النقدية و/أو الأدوات القابلة للتداول المحررة بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل بصفة حرة من طرف المقيمين وغير المقيمين، بنك الجزائر، 2016.
- المرسوم التنفيذي رقم 18-86 المؤرخ في 5 مارس سنة 2018، المتضمن آلية متابعة التدابير والإصلاحات الهيكلية في إطار تنفيذ التمويل غير التقليدي، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 15، الصادر بتاريخ: 07 / 3 / 2018.
- المرسوم التنفيذي رقم 09-103 المؤرخ في 10 مارس سنة 2009، المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 07-58 المتضمن تنظيم الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد وسيره، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16، الصادر بتاريخ: 15 مارس 2009.
- الأمر رقم: 11-03 المؤرخ في: 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، الصادر بتاريخ: 2003/8/27.
- الأمر رقم 04 - 06 المؤرخ في 15 جويلية سنة 2006 المتضمن لقانون المالية لسنة 2006، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47، الصادر بتاريخ: 19 جويلية 2006.
- القرار المؤرخ في 2 نوفمبر سنة 2011 المعدل والمتمم لقرار المؤرخ في 21 جانفي 1998 المتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري وسيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 29، الصادر بتاريخ 13 ماي 2012.

- المرسوم التنفيذي رقم 364-07 المؤرخ في 28 نوفمبر سنة 2007 والمتضمن تنظيم الإدارة المركزية في وزارة المالية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد: 75، الصادر بتاريخ: 2 ديسمبر 2007.
- لائحة صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، الصادرة بتاريخ: 2006/12/24 والمعدلة بتاريخ: 2016/5/23.
- قانون رقم 16-14 المؤرخ في 28 ديسمبر سنة 2016، المتضمن لقانون المالية لسنة 2017، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 77، الصادر بتاريخ: 29 ديسمبر 2016.
- القانون رقم 04-21 المؤرخ في 29 ديسمبر سنة 2004 المتضمن لقانون المالية لسنة 2005، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 85، الصادر بتاريخ: 30 ديسمبر 2004.

## VII - التقارير:

- بنك الجزائر: التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، التقرير السنوي 2008.
- بنك الجزائر: التقارير السنوية لسنوات الفترة 2010-2013.
- بنك الجزائر: التقارير السنوية لسنوات الفترة 2015-2016.
- صندوق النقد الدولي: المملكة العربية السعودية: تقرير القضايا المختارة، 30 جوان 2016.
- لجنة COSOB: التقارير السنوية لسنوات الفترة 2005-2010.
- مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي الرابع والخمسون، 2018.
- مؤسسة النقد العربي السعودي: تقرير الاستقرار المالي 2019، الرياض-المملكة العربية السعودية-، 2019.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، تقرير الاستقرار المالي 2018، الرياض-المملكة العربية السعودية-، 2018.
- هيثم الفايز: سوق الصكوك السعودية، تقرير جدوى للاستثمار، الرياض -المملكة العربية السعودية-، أوت 2009.

## VIII - أخرى

- تعميم اصدار شركات التمويل لأدوات الدين من خلال المنشآت ذات الاغراض الخاصة، مؤسسة النقد العربي السعودي، المملكة العربية السعودية، 1440/7/26.

- مجلس الخدمات المالية الإسلامية: المبادئ الإرشادية رقم 6 المتعلقة بالمعايير الكمية لإدارة مخاطر السيولة للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية [عدا مؤسسات التأمين الإسلامي (التكافل) وبرامج الاستثمار الجماعي الإسلامي]، أبريل 2015.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم (17)، المنامة - البحرين، 2010.

### ثانيا: المراجع باللغة الإنجليزية:

#### I- Books:

- Jenny Hong and Fiona Sequerah: **Getting the Deal Through – Islamic Finance & Markets 2018**, Amer Hussein N Mambuay (ed), Law Business Research, London-UK, August.2017.
- Rodney Gerard D’Cruz and Murni Zulkifli: "**Malaysia**" in **The Islamic Finance and Markets Law Review**, John Dewar and Munib Hussain (eds), Edition 2, Law Business Research Ltd, 2017.

#### II- Academic Thesis:

- Omar Al Oudah: Protecting the Rights and Interests of Sukuk Holders from The Risks of Default/Counterparty, Bankruptcy and Shari'ah Reality, Development and Challenges (Special Attention to Saudi Arabia), thesis submitted In Partial Fulfillment of The Requirements for The Degree of Doctor of Juridical Science, School of Law, Faculty of Indiana, University Maurer, November 2019.
- Waleed Abdulaziz Abdullah Abalkhil: Islamic Finance in Saudi Arabia: Developing the Regulatory Framework, thesis for the degree of Doctor of Philosophy in Law, University of Exeter, United Kingdom, April 2018.

#### III- Journals:

- Ruslena Ramli: (COUNTRY CORRESPONDENT BNM’s, BNM’s Islamic Securities to Bridge HQLA Requirements and Bolster Domestic Sukuk Market), Islamic Finance News (IFN), Volume16, Issue 21, 29 th May 2019.

#### IV- Research and publications for official bodies:

- Bank for international settlements: Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, December 2010.

- Bank for international settlements: Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, January 2013.
- Bank Negara Malaysia: Frequently Asked Question (FAQ) Malaysian Government Investment Issue (MGII), 2015.
- Bank Negara Malaysia: Liquidity Coverage Ratio, 31 March 2015.
- Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC): Malaysia: Expertise Innovation Deal Flow Malaysia: An Islamic Finance Marketplace, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur Malaysia, 2017.
- Ministry of Finance Malaysia: Annual Budget 2019.
- Securities Commission Malaysia: Bi-annual Bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, January–June 2014, Vol 9, No 1.
- Securities Commission Malaysia: Bi-annual Bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, Vol 7, No 2, July–December 2012
- Securities Commission Malaysia: Frequently Asked Questions on The Qualified Issuer Framework, 19 July 2019.
- Securities Commission Malaysia: Frequently Asked Questions Seasoned Corporate Bonds and Sukuk Framework, 19 September 2018.
- Securities Commission Malaysia: Fund Management Statistics, 2019.
- Securities Commission Malaysia: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, May 2006, Vol 1, No 1.

## V- Legislation and Guidelines

- **Act 100, Trust Companies Act 1949 (Revised 1973)**, Kuala Lumpur-Malaysia.
- **Act 169, Real Property Gains Tax Act 1976**, as amended by Act 764 (2015), Malaysia.
- **Act 275, Government Funding Act**, Kuala Lumpur-Malaysia, 1983.
- **Act 312, Takaful Act 1984**, Bank Negara Malaysia (BNM), Kuala Lumpur-Malaysia-.
- **Act 452, Employees Provident Fund Act 1991** - As at 1 August 2017, Malaysia.
- **Act 53, Income Tax Act 1967 (Revised 1971)**, Malaysia.
- **Act 671, Capital Markets and Services Act 2007, (amended in 2015)**, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia.
- **Act 701, Central Bank of Malaysia Act 2009**, Kuala Lumpur-Malaysia-.

- **Act 777, Companies Act**, Kuala Lumpur-Malaysia, 2016.
- **Act A1489, Securities Commission (Amendment) Act**, Kuala Lumpur-Malaysia-, 2015.
- **Foreign Exchange Administration (FEA) Rules Applicable to Non-Residents**, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia, 11 February 2019.
- **Foreign Exchange Administration (FEA) Rules Applicable to Residents**, Bank Negara Malaysia , Kuala Lumpur-Malaysia, 11 February 2019.
- **Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors**, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia-, 5-2015 (R1-2017).
- **Guidelines on Listed Real Estate Investment Trusts**, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia-, 1-2018 (R1-2019).
- **Guidelines on Sales Practices of Unlisted Capital Market Products**, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia, 2012 (R1-2016).
- **Guidelines on Unlisted Capital Market Products for the Lodge and Launch Framework**, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur-Malaysia-, 4-2015 (R1-2017).
- **Income Tax (Asset – Backed Securitization) Regulations**, Malaysia, 2 June 2014.
- **Shariah Governance Framework for Islamic Financial Institutions**, Bank Negara Malaysia, 2011.

## VI- Reports:

- Asian Development Bank: Asean 3 Bond Market Guide 2016 -Malaysia-, 2016.
- Comcec Coordination Office: Islamic fund management, Ankara –Turkey-, october 2018.
- Comcec Coordination Office: The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Ankara –Turkey, February 2018.
- Dubai International Financial Centre: Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009.
- ICD And Thomson Reuters: The Islamic Finance Development Report 2018.
- Islamic Financial Services Board (IFSB): Islamic Financial Services Industry Stability Report 2018, Kuala Lumpur, Malaysia, may 2018.

- Islamic Financial Services Board (IFSB): Islamic Financial Services Industry Stability Report 2017, Kuala Lumpur, Malaysia, may 2017.
- Islamic Research and Training Institute (IRTI): Malaysia Islamic Finance Report 2015, Kuala Lumpur –Malaysia-, June 30<sup>th</sup> 2015.
- Middle East Global Advisors: Finance Forward World Takaful Report 2016.
- Ministry of Finance Malaysia: Economic Report 2003/2002.
- Ministry of Finance Malaysia: Economic Report 2016/2017.
- Oxford Business Group: The Report: Algeria, 2012.
- Redha Al Ansari and Shereen Mohamed: Sukuk Revival: Thomson Reuters Sukuk Market Outlook 2018, Thomson Reuters, 12/12/2017.
- Securities Commission Malaysia: Annual Report 2014.
- Securities Commission Malaysia: Annual Report 2016.
- Securities Commission Malaysia: Annual Report 2018.
- The Banker: Top Islamic Financial Institution -special report-, London -United Kingdom, November 2015.
- Thomson Reuters, Innovation in Islamic Liquidity Management 2017- Transforming Islamic Finance Business.
- World Economic Forum: The Global Competitiveness Report 2015–2016, 2015.

ثالثا: المراجع باللغة الفرنسية

**I- Publications des Organismes Officiels:**

- La Banque d'Algérie opère une nouvelle baisse du taux de la Réserve Obligatoire de 8% à 4%, Banque d'Algérie, 2017.
- Ministère des Finances: Le Nouveau Modele De Croissance, Juillet 2016.
- Note aux Banques et Etablissements financiers N° 01/2018, Banque d'Algérie, 14/02/2018.
- **Projet de loi de finances pour 2018**, Algérie, 10 Octobre 2017.

## II- Instructions et Règlements et Lois:

- **Reglement N°2000-04 Relatif Aux Mouvements De Capitaux au Titre des Investissements De Portefeuille des Nonrésidents**, Banque d'Algérie, 02 avril 2000.
- **Instruction N°07-2011 Du 21 Décembre 2011 Portant Coefficients De Liquidité des Banques Et Des Etablissements Financiers**, Banque d'Algérie.
- **Instruction N°01-2018 Du 10 Janvier 2018 Modifiant Et Complétant L'instruction N° 02-2004 Du 13 Mai 2004 Relative Au Régime des Réserves Obligatoires**, Banque d'Algérie.
- **Instruction N°03-2018 Du 31 Mai 2018 Modifiant Et Complétant L'instruction N°02-2004 Du 13 Mai 2004 Relative Au Régime des Réserves Obligatoires**, Banque d'Algérie, 2018.

## III- Rapports:

- Banque d'Algérie: le Rapport annuel 2009.
- Banque d'Algérie: le Rapport annuel 2014.
- Banque d'Algérie: les rapports annuels des années de 2002 à 2007.
- COSOB: les rapports annuels des années de 2001 à 2004.
- COSOB: les rapports annuels des années de 2011 à 2019.
- FMI: Rapport Des Services Du FMI Pour Les Consultations De 2018 Au Titre De l'article IV, No. 18/168, Juin 2018.

رابعاً: مواقع الإنترنت

موقع researchgate : <https://www.researchgate.net>

موقع أرقام: <https://www.argaam.com>

موقع البنك المركزي الماليزي (BNM) : <https://www.bnm.gov.my>

موقع المعهد الماليزي للمحاسبين (MIA) : <https://www.mia.org.my>

موقع السوق المالية السعودية (تداول): <https://www.tadawul.com.sa>

موقع الصندوق الوطني للاستثمار : <https://www.fni.dz/>

- <https://www.mfdgi.gov.dz> موقع المديرية العامة للضرائب
- <https://sadr.org> موقع المركز السعودي للتحكيم التجاري:
- <https://irti.org> موقع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (IRTI):
- <https://www.ofs.org.my> : موقع أمين المظالم للخدمات المالية (OFS):
- <https://www.albaraka-bank.com> موقع بنك البركة الجزائري:
- <http://www.sgbv.dz> . موقع بورصة الجزائر:
- <http://www.bursamalaysia.com> موقع بورصة ماليزيا:
- <https://www.sidf.gov.sa> موقع صندوق التنمية الصناعية السعودي:
- <https://www.COSOB.org> / موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:
- <http://www.hasil.gov.my> موقع مجلس الإيرادات الداخلية (hasil) الماليزي:
- <https://www.ifsb.org> . موقع مجلس الخدمات المالية الإسلامية:
- <http://www.masb.org.my> موقع مجلس معايير المحاسبة الماليزية:
- <http://www.fiqhacademy.org.sa> / موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي:
- <https://oxfordbusinessgroup.com> موقع مجموعة أكسفورد للأعمال:
- <http://www.kantakji.com> موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية:
- <http://www.mifc.com> (MIFC) موقع مركز ماليزيا المالي الإسلامي الدولي:
- <http://www.irffi-dz.com> : موقع معهد البحوث والتدريب في المالية الإسلامية IRFFI:
- <https://ifb.dz> موقع معهد التكوين البنكي:
- <https://www.bixmalaysia.com> : موقع منصة BIX:
- <http://www.sama.gov.sa> : موقع مؤسسة النقد العربي السعودي:
- <http://www.daim-dz.com> . موقع مؤسسة داعم:
- <https://www.sc.com.my> موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية:

<https://cma.org.sa>: موقع هيئة السوق المالية السعودية

<https://www.kpdnhep.gov.my>: موقع وزارة التجارة الداخلية وشؤون المستهلكين (KPDN) الماليزية

<http://www.mf.gov.dz>: موقع وزارة المالية الجزائرية

<https://www.mof.gov.sa>: موقع وزارة المالية السعودية

<https://www.aps.dz>: موقع وكالة الأنباء الجزائرية

أخرى:

<https://www.echoroukonline.com>: موقع الشروق أون لاين

<https://www.aleqt.com>: موقع صحيفة الاقتصادية

<http://www.maaal.com>: موقع صحيفة مال الاقتصادية

<https://www.sukuk.com>: موقع صكوك

[/https://www.elhiwardz.com](https://www.elhiwardz.com): موقع يومية الحوار

<http://www.financialislam.com>: موقع

<http://www.islamicfinance.my>: موقع

<http://www.liberte-algerie.com>: موقع

<https://www.algerie-eco.com>: موقع

<https://www.algerie-focus.com>: موقع

<https://www.algerie-focus.com>: موقع

الملاحق

## الملاحق رقم (1): هيكل الإيرادات والنفقات العامة خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
5042.2	5103.1	5738.4	5957.5	6339.3	5790.1	4392.9	3676	5190.5	3687.8	3639.8	3082.6	2229.7	1974.4	1603.2	1505.5	إجمالي إيرادات الميزانية
1781.1	2373.5	3388.4	3678.1	4184.3	3979.7	2905	2412.7	4088.6	2796.8	2799	2352.7	1570.7	1350	1007.9	1001.4	إيرادات المحروقات
3261.1	2729.6	2349.9	2279.4	2155	1810.4	1487.8	1262.4	1101.6	883.1	840.5	724.2	652.5	624.3	595.1	488.5	إيرادات خارج المحروقات
2422.9	2354.7	2091.4	2031	1908.6	1527.1	1298	1146.6	965.2	766.7	720.8	640.4	580.4	524.9	482.9	398.2	- إيرادات جبائية
1103.8	1034.5	881.2	823.1	862.3	684.7	561.7	462.1	331.5	258.1	241.2	168.1	148	127.9	112.2	98.5	الضريبة على المداخيل والأرباح
857.2	824.3	768.5	741.6	652	572.6	514.7	478.5	435.2	347.4	341.3	308.8	274	233.9	223.4	179.2	الضريبة على السلع والخدمات
367.6	411.2	370.9	403.8	338.2	222.4	181.9	170.2	164.9	133.1	114.8	143.9	138.8	143.8	128.4	103.7	الحقوق الجمركية
94.3	84.7	70.8	62.5	56.1	47.4	39.7	35.8	33.6	28.1	22.4	19.6	19.6	19.3	18.9	16.8	تسجيلات وطوابع
838.2	374.9	258.5	248.4	246.4	283.3	189.8	115.8	136.4	116.4	119.7	83.8	72.1	99.4	112.2	90.3	- إيرادات غير جبائية
0	0	0.1	0	0	0	0.1	0.9	0.3	7.9	0.3	5.7	6.5	0.1	0.2	15.6	إيرادات أخرى
7383.6	7656.3	6995.7	6024.1	7058.1	5853.6	4466.9	4246.3	4191	3108.5	2453	2052	1891.8	1690.2	1550.6	1321	إجمالي نفقات الميزانية
4591.4	4617	4484.3	4131.5	4782.6	3879.2	2659	2300	2217.7	1673.9	1437.9	1245.1	1251.1	1122.8	975.6	963.6	نفقات التسيير
2279.5	2170.7	2007.2	1855.3	1988.4	1774.7	1212.6	746.6	711	526.2	447.8	418.5	391.4	329.9	301.1	324	نفقات المستخدمين
198.0	223	218.4	226.5	185.3	163.2	151.3	130.7	103	101.6	92.5	79.8	69.2	63.2	74	54.4	منح المجاهدين
137.8	179.7	161.9	149.1	135.2	129.7	121.7	112.5	111.7	93.8	95.7	76	71.7	58.8	69.8	46.3	مواد ولوازم
708.4	730.2	736	709.4	786.7	786.1	513.2	412.5	360.9	273.1	215.6	187.5	176.5	161.4	133.6	114.6	مصالح الإدارة
1121.9	1270.6	1333	1147.1	1645	987.8	627	860.3	869.8	598.7	517.7	410.1	457.1	395.5	254.1	276.8	تحويلات جارية
46.8	42.6	37.8	44.2	42	37.7	33.2	37.4	61.4	80.5	68.6	73.2	85.2	114	143	147.5	فوائد الدين العمومي
2792.2	3038.3	2501.4	1892.6	2275.5	1974.4	1807.9	1946.3	1973.3	1434.6	1015.1	806.9	640.7	567.4	575	357.4	نفقات التجهيز

المصدر: تقارير بنك الجزائر للسنوات: 2002، 2006، 2010، 2014، 2015، 2016.

## الملاحق رقم (2): تطور وضعية الخزينة العمومية خلال الفترة: (2016-2001)

الوحدة: مليار دج

السنوات	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
إيرادات عامة:	4944	4553	3928	3895	3804	3490	3075	3275	2902	1949	1842	1714	1606	1526	1577	1390
جباية بترولية	1683	1723	1578	1616	1519	1529	1502	1927	1715	973	916	899	862	836	916	841
جباية عادية	3261	2830	2350	2279	2285	1960	15073	1348	1187	976	926	815	744	690	660	549
نفقات عامة:	7384	7656	6996	6024	7058	5854	4467	4247	4191	3109	2453	2052	1892	1690	1551	1321
نفقات التسيير	4591	4617	4494	4132	4783	3879	2659	2300	2218	1674	1438	1245	1251	1123	1098	964
نفقات التجهيز	2792	3039	2501	1893	2276	1974	1808	1946	1973	1435	1015	807	641	567	453	357
رصيد الموازنة العامة	-2440	-3104	-3068	-2129	-3254	-2364	-1392	-971	-1289	-1160	-611	-338	-285	-165	26	69
رصيد الحسابات الخاصة	66	61	-28	53	75	24	35	-4	31	19	-4	-129	110	187	-11	-20
تدخلات الخزينة	-112	-129	-90	-131	-67	-129	-139	-139	-124	-141	-32	-5	-12	-33	-31	7
الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية	-2486	-3172	-3186	-2206	-3246	-2469	-1497	-1114	-1381	-1282	-647	-472	-187	-10	-16	55

Source: [http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/tresor/SROT\\_2016.pdf](http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/tresor/SROT_2016.pdf), 13/08/2017.

## الملاحق رقم (3): تطور الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة: (2016-2001)

الوحدة: مليار دج

السنوات	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
PIB	17081.8	16591.9	17242.5	16650.2	16208.7	14588.5	11991.6	9968	11043.7	9352.9	8501.6	7562	6149.1	5252.3	4522.8	4227.1

المصدر: تقارير بنك الجزائر للسنوات: 2002، 2006، 2010، 2014، 2015، 2016.

## الملحق رقم (4): تطور ودائع البنوك الجزائرية بأنواعها حسب المدة خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج

حصة الودائع لأجل	حصة الودائع تحت الطلب	ودائع البنوك الخاصة								ودائع البنوك العمومية				مجموع الودائع المجمعة	السنوات
		المجموع		تحت الطلب		لأجل		المجموع		تحت الطلب		لأجل			
بالنسبة	بالنسبة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة		
69	31	7.7	138.69	59.8	82.89	40.2	55.8	92.3	1651.2	69.8	1152	30.2	499.2	1789.9	2001
69.8	30.2	12.5	266.34	64.7	172.34	35.3	94	87.5	1861.1	70.5	1313	29.5	548.1	2127.4	2002
70.6	29.4	5.6	137.532	49.0	67.432	51.0	70.1	94.4	2305.4	71.9	1656.6	28.1	648.8	2442.9	2003
58.3	41.7	6.5	175.9	38.6	67.9	61.4	108	93.5	2529.5	59.7	1509.6	40.3	1019.9	2705.4	2004
58.6	41.4	6.7	198.03	41.4	81.93	58.6	116.1	93.3	2762.6	59.9	1654.3	40.1	1108.3	2960.6	2005
50.2	49.8	7.1	248.873	38.6	95.973	61.4	152.9	92.9	3267.6	51.1	1670.1	48.9	1597.5	3516.5	2006
43.3	56.7	6.9	313.2	39.0	122.1	61.0	191.1	93.1	4204.1	43.6	1834.4	56.4	2369.7	4517.3	2007
42.9	57.1	7.8	401.3	39.7	159.5	60.3	241.8	92.2	4760.5	43.2	2055.4	56.8	2705.1	5161.8	2008
51.4	48.6	10.0	514.4	49.3	253.4	50.7	261	90.0	4632	51.6	2390.1	48.4	2241.9	5146.4	2009
50.7	49.3	10.4	593	49.2	291.8	50.8	301.2	89.6	5119.1	51.9	2656.6	48.1	2462.5	5712.1	2010
48.1	51.9	10.9	733.2	45.4	333.2	54.6	400	89.1	5999.8	48.4	2904	51.6	3095.8	6733	2011
53.6	46.4	12.9	934.9	43.0	401.8	57.0	533.1	87.1	6303.1	55.2	3479.8	44.8	2823.3	7238	2012
54.6	45.4	13.4	1045.4	43.1	450.1	56.9	595.3	86.6	6742	56.4	3799.8	43.6	2942.2	7787.4	2013
51.4	48.6	12.3	1117.4	35.3	394.7	64.7	722.7	87.7	8000.1	53.6	4288	46.4	3712.1	9117.5	2014
57.7	42.3	11.7	1076	44.8	482	55.2	594	88.3	8124.7	59.4	4827	40.6	3297.7	9200.7	2015
58.9	41.1	12.9	1175	42.8	503.3	57.2	671.7	87.1	7904.9	61.3	4844.4	38.7	3060.5	9079.9	2016
55	43.6	9.3	566.8	44.7	247.5228	54.2	319.3	90.3	4760.5	56.1	2627.2	42.4	2133.3	5327.3	المتوسط

المصدر: تقارير بنك الجزائر: 2002، 2006، 2010، 2014، 2016.

الملحق رقم (5): تطور ودائع البنوك الجزائرية لأجل وتحت الطلب حسب القطاع خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج

آخرون	القطاع الخاص	القطاع العام	لأجل			تحت الطلب			مجموع الودائع المجمعة	السنوات
			آخرون	القطاع الخاص	القطاع العام	آخرون	القطاع الخاص	القطاع العام		
%	%	%	بالقيمة	بالقيمة	بالقيمة	بالقيمة	بالقيمة	بالقيمة		
7.5	64.9	27.6	79.9	901.6	253.5	54.2	260.3	240.5	1789.9	2001
8.3	58.6	33.1	100.7	1001.6	382.9	75.6	244.5	322.1	2127.4	2002
8.5	54.6	36.9	107.9	1102.2	514	99.2	232.3	387.3	2442.9	2003
10.7	54.1	35.2	134	1189.2	254.1	156.6	273.9	697.4	2705.4	2004
9.0	52.5	38.5	137.6	1232.8	365.8	129.2	321.3	773.9	2960.6	2005
7.8	48.7	43.5	130.2	1271.4	364.5	144.1	442.4	1163.9	3516.5	2006
8.3	43.4	48.3	210	1395.9	350.6	165.8	563.3	1831.7	4517.3	2007
8.1	44.4	47.5	248	1572.9	394	169.7	720.8	2056.4	5161.8	2008
11.5	51.0	37.4	421.7	1722.6	499.2	172.5	903.6	1426.8	5146.4	2009
10.6	49.8	41.4	433.4	1935.5	579.5	172.3	910.7	1787.7	5712.1	2010
10.0	47.4	57.5	459.2	2152.3	625.7	212.4	1039.7	3243.7	6733	2011
12.6	50.4	37.0	598.3	2420.4	862.9	313.6	1224.2	1818.6	7238	2012
12.1	51.4	36.5	630	2597.4	1022.5	310.9	1403.8	1822.8	7787.4	2013
12.8	48.2	39.1	698.4	2795.3	1189.1	464.5	1595	2375.2	9117.5	2014
14.0	50.7	35.3	946.7	3139.4	1222.9	340.5	1527.8	2023.4	9200.7	2015
14.7	53.8	31.5	1010.7	3252.2	1084.8	324.3	1632	1775.9	9079.9	2016
10.2	51.3	38.6	396.6688	1855.169	622.875	206.5875	830.975	1484.206	5327.3	المتوسط

المصدر: تقارير بنك الجزائر 2002، 2006، 2010، 2014، 2016.

## الملحق رقم (6): قروض البنوك الجزائرية حسب الجهة المستفيدة خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج

حصة القطاع الخاص	حصة القطاع العام	قروض البنوك الخاصة						قروض البنوك العمومية				مجموع القروض	السنوات		
		المجموع		القطاع الخاص		القطاع العام		المجموع		القطاع الخاص				القطاع العام	
		بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة			بالنسبة	بالقيمة
31.3	68.7	4.1	44.7	88.8	39.7	11.2	5.0	95.9	1033.0	28.8	297.9	71.2	735.1	1077.7	2001
43.5	56.5	14.3	181.3	100.0	181.3	0.0	0.0	85.7	1084.8	34.0	369.0	66.0	715.8	1266.0	2002
42.6	57.4	7.3	100.2	99.8	100.0	0.2	0.2	92.7	1279.2	38.1	487.7	61.9	791.5	1379.5	2003
44.0	56.0	7.1	108.8	97.5	106.1	2.5	2.7	92.9	1425.6	39.9	568.6	60.1	857.0	1534.4	2004
50.4	49.6	7.4	132.0	99.3	131.1	0.7	0.9	92.6	1646.9	46.5	765.3	53.5	881.6	1778.9	2005
55.4	44.6	9.3	177.6	99.4	176.5	0.6	1.1	90.7	1726.5	50.9	879.2	49.1	847.3	1904.1	2006
55.1	44.9	11.5	252.4	99.2	250.4	0.8	2.0	88.5	1951.3	49.4	964.0	50.6	987.3	2203.7	2007
54.0	46.0	12.5	327.1	99.4	325.2	0.6	1.9	87.5	2287.0	47.5	1086.7	52.5	1200.3	2614.1	2008
51.8	48.2	12.1	373.1	99.7	372.1	0.3	1.0	87.9	2712.0	45.2	1227.1	54.8	1484.9	3085.1	2009
55.3	44.7	13.2	430.9	100.0	430.8	0.0	0.1	86.8	2835.8	48.5	1374.5	51.5	1461.3	3266.7	2010
53.2	46.8	14.2	530.7	100.0	530.7	0.0	0.0	85.8	3194.0	45.5	1451.7	54.5	1742.3	3724.7	2011
52.4	47.6	13.3	569.5	100.0	569.5	0.0	0.0	86.7	3716.1	45.1	1675.4	54.9	2040.7	4285.6	2012
52.8	47.2	13.5	697.0	100.0	697.0	0.0	0.0	86.5	4457.5	45.4	2023.2	54.6	2434.3	5154.5	2013
48.0	52.0	12.2	793.6	98.5	781.3	1.2	9.5	87.8	5711.0	41.0	2338.7	59.1	3373.4	6502.9	2014
49.3	50.7	12.5	909.7	98.9	899.5	1.0	9.5	87.5	6367.6	42.2	2687.1	57.8	3679.5	7275.6	2015
50.0	50.0	12.4	980.8	99.2	973.0	1.0	9.5	87.6	6929.1	43.0	2982.0	56.9	3943.3	7907.8	2016
48.9	50.3	10.5	413.1	98.7	410.3	0.7	2.7	88.9	3022.3	42.8	1323.6	56.5	1698.5	3435.1	المتوسط

المصدر: تقارير بنك الجزائر 2002، 2006، 2010، 2014، 2016.

الملحق رقم (7): تطور قروض البنوك الجزائرية بحسب المدة خلال الفترة: (2001-2016)

الوحدة: مليار دج

القروض متوسطة وطويلة الأجل	القروض قصيرة الأجل	قروض البنوك الخاصة								قروض البنوك العمومية				مجموع القروض	السنوات
		المجموع		متوسطة وطويلة الأجل		قصيرة الأجل		المجموع		متوسطة وطويلة الأجل		قصيرة الأجل			
		بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة	بالنسبة	بالقيمة		
52.4	47.6	4.1	44.7	21.9	9.8	78.1	34.9	95.9	1033.0	53.7	554.6	46.3	478.5	1077.7	2001
50.4	49.6	14.3	181.3	34.1	61.8	65.9	119.5	85.7	1084.8	53.1	576.3	46.9	508.5	1266.0	2002
43.9	56.1	7.3	100.2	63.1	63.2	36.9	37.0	92.7	1279.3	42.4	542.7	57.6	736.6	1379.5	2003
46.0	54.0	7.1	108.8	55.3	60.2	44.7	48.6	92.9	1425.5	45.3	645.8	54.7	779.7	1534.4	2004
48.1	51.9	7.4	132.0	46.7	61.6	53.3	70.4	92.6	1647	48.2	794	51.8	853	1778.9	2005
51.9	48.1	9.3	177.6	45.7	81.2	54.3	96.4	90.7	1726.5	52.5	907.2	47.5	819.3	1904.1	2006
53.4	46.6	11.5	252.4	51.0	128.8	49.0	123.6	88.5	1951.3	53.7	1048.8	46.3	902.5	2203.7	2007
54.5	45.5	12.5	327.1	50.0	163.5	50.0	163.6	87.5	2287	55.1	1261.2	44.9	1025.8	2614.1	2008
57.2	42.8	12.1	373.1	52.0	193.9	48.0	179.2	87.9	2712	57.9	1570.7	42.1	1141.3	3085.1	2009
59.9	40.1	13.2	430.9	38.4	165.3	61.6	265.6	86.8	2835.8	63.1	1790.4	36.9	1045.4	3266.7	2010
63.4	36.6	14.2	530.7	31.5	167.3	68.5	363.4	85.8	3194	68.7	2194.4	31.3	999.6	3724.7	2011
68.2	31.8	13.3	569.5	31.9	181.8	68.1	387.7	86.7	3716.1	73.8	2742.2	26.2	973.9	4285.6	2012
72.4	27.6	13.5	697.1	30.1	210.1	69.9	487	86.5	4457.4	79.0	3521	21.0	936.4	5154.5	2013
75.3	24.7	12.2	790.8	34.5	273.1	65.5	517.7	87.8	5712.1	80.9	4621.1	19.1	1091	6502.9	2014
76.5	23.5	12.5	909	38.6	350.8	61.4	558.2	87.5	6366.6	81.9	5214.2	18.1	1152.4	7275.6	2015
75.8	24.2	12.4	982.5	41.0	402.4	59.0	580.1	87.6	6925.3	80.7	5591.2	19.3	1334.1	7907.8	2016
58.4	39.1	11.0	455.8	40.2	178.8	57.4	277	88.6	3302.6	60.5	2317.5	35.5	985.1	3435.1	المتوسط

المصدر: تقارير بنك الجزائر 2004، 2006، 2010، 2014، 2016.

## الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد متطلبات إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري للاستفادة من مختلف مزايا هذه الأدوات المالية المبتكرة، وعلى رأس تلك المزايا قدرتها العالية على جذب المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية حقيقية، وذلك بالاستعانة بالتجربتين الماليزية والسعودية الرائدتين في مجال صناعة الصكوك الإسلامية.

ومن أجل بلوغ الهدف من هذه الدراسة؛ تمت الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي. وبعد معالجة موضوع الدراسة تم التوصل إلى أن نجاح إصدار وتطبيق الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري يتطلب تهيئة بيئة مناسبة للعمل بهذه الأدوات المالية، ولن يتأتى ذلك إلا من خلال بذل أقصى جهد من أجل رفع كافة العقبات (التنظيمية، والقانونية، والضريبية، والشرعية وغيرها) التي حالت دون تطبيق هذه الأدوات المالية، والتي بينا أهمها في طيات هذه الدراسة، كما لن يتأتى إلا من خلال توفير كافة عوامل الجذب في السوق الأولي والسوق الثانوي للصكوك الإسلامية لتحفيز قاعدة متنوعة من المصدرين والمستثمرين لاختيار هذه الأدوات المالية ومن ثم ضمان توفير العمق والاتساع اللازم للسوق.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، الاقتصاد الجزائري، الصناعة المالية الإسلامية، التمويل، الاستثمار، الأدوات المالية.

## **Abstract:**

This study aimed to identify the requirements for the issuance and application of Islamic sukuk in the Algerian economy in order to acquire the various advantages of these innovative financial instruments; primarily their high ability to attract long-term savings and to direct them towards real investment projects. For this aim, the study makes use of the leading Malaysian and Saudi experiences in the Islamic sukuk industry.

In order to achieve the objective of this study, the descriptive analytical approach was used. After examining the subject of the study, it was concluded that the success of the issuance and application of Islamic sukuk in the Algerian economy requires setting an appropriate environment to apply these financial instruments, and this can only be achieved by making utmost effort to eliminate all obstacles (regulatory, legal, tax or sharia related, etc.) that prevent the application of these financial instruments, the most important of which we have shown in the folds of this study. It also will only be possible by providing all attractions in the primary and secondary markets of Islamic sukuk in order to encourage a diverse base of issuers and investors to choose these financial instruments, and thus to ensure the necessary depth and breadth for the market.

**Keywords:** Islamic Sukuk, Algerian economy, Islamic financial industry, finance, investment, financial instruments.

## Résumé:

Cette étude vise à identifier les exigences pour l'émission et l'application des soukouks islamiques dans l'économie algérienne afin de bénéficier des divers avantages de ces instruments financiers innovants; principalement leur grande capacité à attirer des économies à long terme et à les orienter vers des projets d'investissement réels. À cette fin, l'étude s'appuie sur les expériences malaisiennes et saoudiennes, les leaders de l'industrie des soukouks islamiques.

Afin d'atteindre l'objectif de cette étude, l'approche analytique descriptive a été utilisée. Après avoir examiné le sujet de l'étude, il a été conclu que le succès de l'émission et de l'application des soukouks islamiques dans l'économie algérienne nécessite de mettre en scène un environnement approprié pour utiliser ces instruments financiers, et cela ne peut se faire qu'en s'efforçant d'éliminer tous les obstacles (réglementaires, juridiques, fiscaux ou celles liés à la Charia, etc.) qui empêchent l'application de ces instruments financiers, dont les plus importants ont été montrés dans cette étude. Il sera également possible de fournir toutes les attractions sur les marchés, primaire et secondaire, des soukouks islamiques afin d'encourager une base diversifiée d'importateurs et d'investisseurs à choisir ces instruments financiers, et ainsi de garantir la profondeur et l'ampleur nécessaires pour le marché.

**Mots-clés:** Soukouks islamiques, économie algérienne, industrie financière islamique, finance, investissement, instruments financiers.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ