

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة

القلية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبية

تخصص: مالية المؤسسة

الموضوع:

الصكوك الإسلامية و دورها في تمويل الاقتصاد الجزائري

"ماليزيا نموذجاً"

- دراسة حالة تمويل ميناء الحمدانية بالصكوك-

تحت إشراف:

د إلياس بن خدة

إعداد الطالبة:

تربعة أسماء

مكان التريص: بنك السلام- الجزائر دالي إبراهيم

الفترة : من 2018/03/01 إلى 2018/05/30

2018/2017

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى أمي التي كانت لي سنداً و خير رفيقاً.

كلمة شكر

أتوجه بالشكر للأستاذ المشرفه إلياس بن خدة و السيد عزوق سفيان مدير

الخزينة و العمليات المالية

كذلك أتوجه بالشكر لكل من ساعدني في إنجاز هذا العمل

و وجهني و قام بمشاهدة خبرته معي.

الملخص:

يشكل الاختيار الأمثل لمصادر التمويل أساسا لنجاح أي مخطط للتنمية، و تمثل الصكوك الإسلامية أحد أحدث الأدوات التي توصلت إليها الهندسة المالية و أكثرها إقبالا و نجاحا.

و يهدف هذا البحث الذي تمحورت إشكالية حول حقيقة الدور الذي تؤديه الصكوك في تمويل الاقتصاد إلى الإحاطة بالصكوك من الجانب النظري لمعرفة حقيقتها و خصائصها و عرض واقعها من خلال طرح التجربة الماليزية كنموذج لاعتبارها الرائدة في هذا المجال ثم معرفة ما إذا كانت الصكوك تشكل فرصة لتمويل الاقتصاد الجزائري .

ومن أجل ذلك تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي بجمع و تفسير المعلومات اللازمة للاستفادة منها في موضوع الدراسة.

كلمات مفتاحية:

تمويل، تمويل إسلامي، صكوك إسلامية، سوق أوراق مالية.

Abstract:

The optimal choice of sources of funding is the basis for the success of any development plan, Islamic Sukuk is one of the latest and most successful instruments of financial engineering.

This research, which focused on the role of sukuk in economy financing, aims to inform the Sukuk from the theoretical aspect of its reality, its characteristics and present its reality by presenting the Malaysian experiences a model for its pioneering role in this field.

to achieve this purpose, the analytical descriptive approach was adopted to collect and interpret the information needed to benefit from it

In our study.

Keywords:

Finance, Islamic financing, Islamic bonds, stock market, Islamic

قائمة المحتويات

الصفحة	البيان
I	جدول المحتويات.....
III	قائمة الأشكال.....
V	قائمة الجداول.....
VI	قائمة الاختصارات و الرموز.....
أ- ج	المقدمة.....
26-02	الفصل الاول.....
03	المبحث الأول: مدخل إلى التمويل.....
03	المطلب الأول: تعريف التمويل، أنواعه، خصائصه و وظائفه الاقتصادية...
08	المطلب الثاني: التمويل من منظور إسلامي.....
17	المبحث الثاني: الأسواق المالية الإسلامية.....
17	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الإسلامية.....
22	المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية الإسلامية.....
54-27	الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية
29	المبحث الأول: الصكوك الإسلامية (مفهومها، خصائصها و أنواعها)...
29	المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها.....
	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية و خصائصها و الفرق بينها و بين
33	الأسهم و السندات.....
39	المبحث الثاني: العمليات على الصكوك (إصدارها و هيكلتها).....
40	المطلب الأول: ضوابط إصدار الصكوك.....
41	المطلب الثاني: هيكل الصكوك و آليات إصدارها.....
51	المبحث الثالث: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية.....
51	المطلب الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية.....
53	المطلب الثاني: المخاطر و الضمانات.....
86-57	الفصل الثالث: دور الصكوك في تمويل الاقتصاد الجزائري دراسة حالة ميناء الحمداية ماليزيا نموذجا"

59	المبحث الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد المالي...
59	المطلب الأول: واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا.....
66	المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد المالي...
76	المبحث الثاني: التعريف بمؤسسة بنك السلام - الجزائر.....
76	المطلب الأول: بنك السلام- الجزائر تعريفه و نشأته.....
	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لبنك السلام
77	و أعضاء مجلس الإدارة.....
80	المبحث الثالث.....
80	المطلب الثالث: مهام بنك السلام- الجزائر.....
	المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري
76	المطلب الأول: الصكوك الإسلامية فرصة تمويل للجزائر.....
	المطلب الثاني: اقتراح بنك السلام تمويل ميناء الحمدانية
81	بالصكوك الإسلامية.....
86	خلاصة الفصل الثالث.....
87	الخاتمة.....

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
الشكل 01-01	يوضح أهم مبادئ المالية الإسلامية و مصادر هذه المبادئ.....	12
الشكل 02-01	أهم الأطراف الواجب توفرها لصحة العقد.....	13
شكل 03-01	يلخص أهم صيغ التمويل الإسلامي.....	13
الشكل 04-01	هيكل السوق المالية Financial Market structure.....	18
الشكل 05-01	يوضح الهيكل التنظيمي للسوق المالية الإسلامية.....	19
الشكل 06-01	يوضح أهم مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية.....	25
الشكل 07-01	أهم أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق.....	25
الشكل 01-02	هيكل إصدار الصكوك الإسلامية.....	43
الشكل 02-02	هيكل إصدار صكوك الإجارة.....	45
الشكل 03-02	هيكل صكوك السلم.....	46
شكل 04-02	هيكل صكوك المرابحة.....	47
شكل 05-02	هيكل صكوك المشاركة.....	49
الشكل 06-02	هيكل صكوك المضاربة.....	50
الشكل 01-03	الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا مقارنة بالعالم.....	60
الشكل 02-03	إصدار الصكوك في ماليزيا حسب الصيغ الشرعية.....	61
الشكل 03-03	إصدار الصكوك و السندات في ماليزيا.....	62
الشكل 04-03	إصدارات القطاع الخاص من الصكوك مقارنة بإصدارات السندات.....	63
الشكل 05-03	الصكوك المتداولة في ماليزيا مقارنة بالسندات التقليدية(2006- جوان 2017).....	64
الشكل 06-03	الإصدارات الحكومية للصكوك والسندات التقليدية في ماليزيا ماليزيا (2006- جوان 2017)	65
الشكل 07-03	إصدارات القطاع الخاص للصكوك حسب القطاع الاقتصادي في ماليزيا (2006- جوان 2017)	67
الشكل 08-03	الصكوك الإسلامية و مشاريع البنية التحتية	67
الشكل 09-03	نمو سوق رأس المال الماليزي.....	68

72	الصكوك الاسلامية في ماليزيا حسب المستثمرين 2008 – 2016	الشكل 10-03
	مساهمة أهم القطاعات الاقتصادية التي تلجأ إلى الصكوك في	الشكل 11-03
74	تمويلها في الناتج الداخلي الخام.....	
78	الهيكل التنظيمي لبنك- السلام.....	الشكل 12-03
79	الخدمات المتاحة للشركات وصيغ تمويلها.....	الشكل 13-03
80	الخدمات المتاحة للأفراد.....	الشكل 14-03
84	هيكله صكوك الاجارة.....	الشكل 15-03
	أهم الخطوات لتهيئة الجزائر لإصدار الصكوك.....	الشكل 16-03

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
الجدول 01-01	تطور الصيرفة الاسلامية.....	10
الجدول 02-01	الفرق بين التمويل الإسلامي و التمويل الكلاسيكي.....	16
الجدول 01-02	الفرق بين الصكوك و الأسهم.....	38
الجدول 02-02	الفرق بين الصكوك و السندات.....	39
الجدول 01-03	سوق رأس المال الاسلامية الماليزية.....	69
الجدول 01-03	نمو سوق رأس المال الاسلامية الماليزية.....	70
الجدول 03-03	مساهمة بعض القطاعات في الناتج الداخلي.....	73
الجدول 04-03	إصدار لتمويل مشروع الطريق السريع.....	75
الجدول 05-03	الإصدار الأول والثاني لتمويل مشروع النقل السريع.....	76
الجدول 06-03	أعضاء إدارة بنك السلام –الجزائر.....	77

قائمة الاختصارات و الرموز

الرموز	البيان
IBD	البنك الإسلامي للتنمية
IFA	تأسيس مجمع الفقه الإسلامي
QIIB	بنك قطر الدولي الإسلامي
AAOIFI	هيئة المحاسبة و المراجعة الشرعية
IFSB	مجلس الخدمات المالية
ISRA	الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية
IFN	أخبار التمويل الإسلامي
SPV	الشركة ذات الغرض الخاص
RAM	Rating Services Berhad
BSAS	بورصة سوق السلع
1Q	الفصل الأول
BNM	بنك نيجارا ماليزيا
RM	الرينجيت الماليزي
BPAM	Bond Pricing Agency Malaysia
SC	هيئة التوريق
ICM	سوق رأس المال الإسلامية
IFC	المركز المالي الدولي
KFH	بيت التمويل الكويتي
FMI	صندوق النقد الدولي

المقدمة

تمهيد:

إن تنمية الاقتصاد و قطاعاته في أي دولة تتطلب تجميعا كبيرا و طويلا لرؤوس الأموال و من ثم وضعها ضمن خطة تمويلية لبلوغ غايتها، و في أغلب الأحيان لا يكفي مصدر و احد للتمويل حيث أن الجهة الراغبة في التمويل تقوم بتكوين مزيج تمويلي يجمع بين عدة مصادر يضمن لها تقليل تكاليف التمويل بالإضافة إلى التلاؤم بين مصدر التمويل و الغاية منه و هذا ما أدى إلى خلق الأسواق المالية و التي تعد أحد روافد الصناعة المالية و هذا للحركية التي تضيفها على رؤوس الأموال و سهولة العمليات فيها.

و تعتبر أسواق المال المكان الذي يقصده الأفراد و الشركات بأنواعها و البنوك و المؤسسات المالية و شركات التأمين و حتى الأفراد، لتوفير الاستثمار الفائض عليها من الأموال أو للحصول على التمويل، و قد أدت سهولة المعاملات فيها و تنوع الأدوات المتداولة بها إلى توفير بيئة استثمارية نشطة، فوجود سوق مالية ذات كفاءة و تنوع يسمح لها باستقطاب المزيد من رؤوس الأموال و بالتالي زيادة الفرص الاستثمارية.

تعد المالية الإسلامية أحد النظم المالية المعاصرة إذ تتميز مؤسساتها بأنها مؤسسات و ساطة مالية و ليس مؤسسات تتاجر بالأموال، فالربح فيها يتعلق بالعائد من النشاط الاقتصادي و ليس بالزمن، و لقد تطورت المالية الإسلامية من مفهومها الأولي كبيت مال المسلمين الذي يعنى بشؤون المسلمين إلى جهاز مصرفي قائم بذاته، و مواكبة مختلف تطورات النشاط الاقتصادي يعمل القائمون عليها باستحداث و ابتكار أدوات مالية موافقة للشريعة، لتكون لها بديلا عن تلك المتداولة في الأسواق التقليدية و ما إن ظهرت هذه الصيغ في الأسواق العالمية حتى نمت بسرعة، و هذا لكفاءتها و تنوعها و خاصة تلاؤمها مع الغاية التمويلية لإصدارها، تعتبر الصكوك أحد أحدث هذه الأدوات التي اتخذت في وقت قياسي مكانتها في الأسواق المصدرة لها، و لقد سعى العاملون عليها على تكييفها و تطويرها و تعيين هيئات قائمة بذاتها لمراقبة صحتها و مطابقتها للأحكام الشرعية و قد لقيت رواجاً كبيراً في الأسواق المالية العالمية، و ما حجم إصداراتها و تداولاتها إلا دليل على نجاحها.

كنتيجة للأزمة الحالية التي تواجهها الجزائر بسبب انهيار أسعار البترول منذ بداية 2014، و ما تبعها من إجراءات من تخفيض نفقاتها، فإنه أمام الجزائر تحدي حقيقي في تمويل مشاريعها خاصة الهيكلية منها نظراً لضخامة ميزانيتها، كما أنه عليها التنويع من اقتصادها.

ووفق مخطط عمل الحكومة الجزائرية، فإن الجهاز التنفيذي يتجه نحو استحداث سندات مطابقة للشريعة الإسلامية(الصكوك الإسلامية) وقروض موافقة للشريعة الإسلامية، بهدف إنعاش السوق المالية

واستقطاب رؤوس الأموال إلى القنوات الرسمية، والمقدر بـ3700 مليار دينار جزائري. وتدخل هذه التدابير في سياق الإصلاحات الواسعة التي اتخذتها الحكومة لمواجهة الضائقة المالية التي تمر بها البلاد حاليا، مما يجعلنا نطرح السؤال التالي، ما هو دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري مع عرض تجربة ماليزيا نموذجا؟

و للإجابة على هذه الإشكالية يستوجب طرح أسئلة فرعية:

هل للصكوك الإسلامية دور في تمويل الاقتصاد بكل قطاعاته؟

هل للصكوك دور في استقطاب رؤوس الأموال؟

هل تشكل الصكوك فرصة لتمويل الاقتصاد الجزائري؟

فرضيات الدراسة:

(1) تؤدي الصكوك دورا بارزا في تمويل الاقتصاد بكل قطاعاته.

(3) تؤدي الصكوك إلى استقطاب رؤوس الأموال.

(2) تشكل الصكوك فرصة لتمويل الاقتصاد الجزائري.

أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية الصكوك الإسلامية التي تعد أحد أدوات التمويل الناجحة التي تعمل على خلق الثروة، كما أنها نجحت خلال السنوات العشرة الماضية بتحقيق نمو لافت وكبير، حيث تمكنت من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين ليس فقط من العالم الإسلامي وإنما من مختلف دول العالم، فقد أصبحت الصكوك موازية للسندات في الاستثمار المصرفي التقليدي ومتاحة للجميع (أفرادا وشركات وحكومات)، و سنحاول من خلال هذه الدراسة معرفة إذا ما كان للصكوك دورا في تمويل الاقتصاد و إذا ما كانت تشكل فرصة لتمويل الاقتصاد الجزائري.

أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- دراسة طبيعة الصكوك الإسلامية، تعريفها، خصائصها، أنواعها، مميزاتها.

- دراسة الفرق بين السندات التقليدية و الصكوك الإسلامية.

- دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد بمختلف قطاعاته.

- كيفية تطبيقها في الجزائرية و تداولها وإصدارها و تنظيمها.

أسباب اختيار الموضوع:

- التجربة الناجحة للدول المنتهجة للصكوك الاسلامية مثل ماليزيا و المملكة العربية و الإقبال الواسع عليها.

- ضرورة تطوير الاستثمار للخروج من الأزمة الاقتصادية الحالية.

- الأهمية الكبيرة لمصادر التمويل بالنسبة للمستثمرين.

أدوات ومنهج الدراسة:

قصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي بحيث انتهج المنهج الوصفي لتوضيح الجوانب النظرية للموضوع، في حين اعتمد المنهج التحليلي في الدراسة التطبيقية للموضوع التي اشتملت على التجربة الماليزية في إصدار الصكوك ودورها في تمويل الاقتصاد و إمكانية تمويل الاقتصاد الجزائري بالصكوك.

خطة الدراسة:

سوف يتم تناول الموضوع من خلال ثلاثة فصول:

الفصل الأول: ستنتم في هذا الفصل الإحاطة بالجانب النظري للدراسة حيث ستناقش طبيعة التمويل و أنواعه و وظائفه كذلك التعريف بالأسواق المالية الاسلامية و في الأخير ذكر الآفاق المرتقبة للمالية الاسلامية.

الفصل الثاني: التطرق و التفصيل في مفهوم الصكوك والتعريف بها حتى يتسنى التفريق بينها وبين الأدوات المالية الأخرى، و معرفة الضوابط التي تضعها المؤسسات الفاعلة في هذا الشأن و طرق الهيكلة السليمة كذلك المخاطر المترتبة عنها و الضمانات الجائزة شرعا من هذه المخاطر.

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لدور الصكوك الاسلامية في تمويل المشاريع الاقتصادية لكل قطاع و أثرها على بعض المؤشرات الاقتصادية كالناتج الوطني الخام، و أثرها في السوق المالية الماليزية و إذا ما كانت الصكوك تشكل فرصة لتمويل لتمويل الاقتصاد الجزائري.

الفصل الأول:

التمويل و الأسواق المالية الإسلامية

تمهيد

إن تنمية الاقتصاد و قطاعاته في أي دولة تتطلب تجميعا كبيرا و طويلا لرؤوس الأموال و من ثم وضعها ضمن خطة تمويلية لبلوغ غايتها، و في أغلب الأحيان لا يكفي مصدر و احد للتمويل حيث أن الجهة الراغبة في التمويل تقوم بتكوين مزيج تمويلي يجمع بين عدة مصادر يضمن لها تقليل تكاليف التمويل بالإضافة إلى التلاؤم بين مصدر التمويل و الغاية منه و هذا ما أدى إلى خلق سوق رؤوس الأموال و التي تعد أحد روافد الصناعة المالية و هذا للحركية التي تضيفها على رؤوس الأموال و سهولة العمليات فيها.

و قد ظهرت المؤسسات المالية الإسلامية كبديل للمؤسسات التقليدية و قد شهدت رواجاً خاصة في دول الخليج و في دول شرق آسيا، خاصة و أنها تستعمل العديد من الصيغ التي توفر درجة عالية من التنسيق بينها و بين الغاية من التمويل بالإضافة إلى تميزها بقلّة مخاطرها و ثقة المتعاملين بها فيها، و هذا ما رسم آفاقاً واسعة للصناعة المالية الإسلامية جعلتها تتعدى كونها أداة حسب الطلب توفر حاجة فئة معينة من المتعاملين ذوا مبادئ عقائدية إلى أداة تلقى إقبالا من العديد من الدول و حتى المتقدمة منها.

و سنتطرق في هذا الفصل إلى الإحاطة بالجانب النظري للدراسة حيث سنناقش طبيعة التمويل و أنواعه و وظائفه كذلك التعريف بالأسواق المالية الإسلامية و في الأخير ذكر الآفاق المرتقبة للمالية الإسلامية.

المبحث الأول: مدخل إلى التمويل.

تعتبر وظيفة التمويل من أهم وظائف البنوك و المؤسسات المالية حيث أنها تقوم بجمع الأموال الفائضة عن حاجيات الأفراد و المؤسسات، ثم تقدمها في شكل قروض تمويلية للأفراد و المؤسسات التي لديها عجز مالي، وبذلك فهي تزيد في حركة النشاط الاقتصادي و بالتالي المساهمة في خلق الثروة، و سنتناول في هذا المبحث أهم المفاهيم المتعلقة بالتمويل.

المطلب الأول: تعريف التمويل، أنواعه، خصائصه و وظائفه الاقتصادية

1- مفهوم التمويل:

1.1 مفهوم التمويل لغة :

التمويل هو: إنفاق المال و أموله تمويلا: أي أزوده بالمال¹.

2.1 مفهوم التمويل في الاصطلاح:

جاء في القاموس الاقتصادي² : عندما تريد المنشأة زيادة طاقتها الإنتاجية أو إنتاج مادة جديدة أو إعادة تنظيم أجهزتها، فإنها تضع برنامجا يعتمد على الناحيتين التاليتين :

أ- ناحية مادية: بحصر كل الوسائل المادية لإنجاح المشروع.

ب- ناحية مالية: تتضمن تكلفة و مصدر الأموال و كيفية استعمالها، و هذه الناحية هي التي تسمى تمويلا.

كما عرفه الباحثون:

التعريف الأول: "هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقسيم تلك الطرق للحصول على المزيج الأفضل بينهما بشكل يناسب كمية و نوعية احتياجات المؤسسة"³.

¹ ابن منظور، لسان العرب، دار الجليل الجزء 3، 1988، ص 636.

² محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي، ط 1، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت 1985، ص 127.

³ محمد العربي ساكر، محاضرات في تمويل التنمية الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر 2006 ص 14، ص 14.

التعريف الثاني: " يعرف على أنه "توفير الأموال "السيولة النقدية" من أجل إنفاقها على الاستثمارات وتكوين رأس المال الثابت بهدف الزيادة في الإنتاج والاستهلاك"¹.

التعريف الثالث: " هو مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة و الأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة"².

ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا أن نستنتج التعريف التالي للتمويل: هو مجموعة الطرق التي تمكن المؤسسة من الحصول على المزيج الأفضل بين مصادر الأموال بشكل يناسب كمية و نوعية احتياجات المؤسسة.

2. أنواع التمويل:

يمكننا أن نميز أنواع عديدة للتمويل حسب عدة معايير تصنيف أهمها أنواع التمويل من حيث المدة و من حيث مصدر التمويل و سنقوم بتصنيف أنواع التمويل من حيث المدة مع تحديد مصدر كل نوع.

1.2 يمكننا أن نميز للتمويل من حيث المدة ثلاثة أصناف هي:

1.1.2 التمويل قصير الأجل:

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد على العام عادة، وتكون تلك الأموال موجهة لنشاط الاستغلال و ينقسم التمويل قصير الأجل بدوره إلى الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي:

أ- الائتمان التجاري:

يتناسب هذا النوع من الائتمان مع المشاريع التجارية الصغيرة، ذلك أن الموردين يقومون بمنحه للمؤسسة أو للمشتري، حتى يتمكن من تسديد ثمن السلع التي يكون الغرض منها إعادة البيع.³

يتميز هذا النوع بأن المؤسسة تتحصل عليه في الوقت المناسب و بالقدر المناسب إضافة إلى أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية، أما بالنسبة للتكلفة فإنها تعتمد على شروط الموردين، حيث يكون هذا

¹ نفس المرجع ص 15.

² حمزة الشبيخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 1998 ص 20.

³ أحمد السيد كردي، السياسات الائتمانية، بحث مقدم إلى قسم الدراسات العليا، جامعة بنها، مصر، 2009،

الائتمان مجانيًا في حالة قيام المؤسسة بتسديد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم أما إذا تم التسديد بعد فترة الخصم فيكون مدفوعاً¹.

- ويتم وفق ثلاثة أشكال²:

- بالشراء على الحساب أو بناء على أمر توريدي شفوي أو كتابي من المؤسسة إلى المورد دون أية ضمانات.

- التوريد مقابل كمبيالة مسحوبة على المشتري، يرسلها البائع مع فاتورة الشحن إلى البنك الذي يتعامل معه و الذي يقوم بدوره بالحصول على توقيع المشتري على الكمبيالة في مقابل تسليمه مستندات الشحن التي سيحصل بها على البضائع.

- يتم الشراء و الحصول على البضاعة بأن يوقع المشتري كمبيالات بقيمة البضاعة و يسلمها مباشرة إلى البائع أي عن طريق السند لأمر (الإذني).

ب- الائتمان المصرفي:

يتمثل في القروض (السلفيات) التي تحصل عليها المؤسسة أو المستثمر من البنوك، لمدة لا تزيد عن سنة واحدة، و يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية أي "الاستغلال" و يستبعد استعماله في تمويل الأصول الثابتة.

2.1.2 التمويل متوسط الأجل:

عادة ما يوجه لتمويل الجزء الدائم من استثمارات المؤسسة في رأس المال المتداول، والإضافات على موجوداتها الثابتة، أو تمويل المشروعات تحت التنفيذ التي تمتد إلى عدد من السنوات، و تتراوح مدته من سنتين إلى 07 سنوات³.

¹ منير إبراهيم هنيدي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط 5، 2003، ص 546.

² <https://9alam.com/community/threads/bxhth-xhul-althmuil.1020/> , 15/04/2018

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، ص 411

ويمكن الحصول على التمويل متوسط الأجل بطريقتين:

أ- **القروض المباشرة متوسطة الأجل**¹: تتراوح مدتها من 2 إلى 7 سنوات، و تكون موجهة إلى تمويل الاستثمارات كالحيازة على معدات الإنتاج و يمكن الحصول عليه سواء من طرف بنك أو مؤسسة مالية مختصة، حيث أن مدة حياة الأصل تساوي مدة القرض، كما أن مبلغ القرض غالبا ما يغطي 50 إلى 75 % من قيمة الأصل أما الباقي فيجب على المؤسسة توفيره "التمويل الذاتي"، يكون القرض مضمونا بأصل أو ضمان معين.

التمويل بالإيجار²:

هو تقنية لتمويل تثبيبات المؤسسة حيث يقوم بنك أو مؤسسة مالية بحيازة تثبيت ما أراضى أم مباني أم غيرها ثم تقوم بتأجيرها للمؤسسة، و تمتلك هذه الأخيرة إمكانية الحيازة على هذا التثبيت بقيمته المتبقية عند نهاية العقد.

3.1.2 التمويل طويل الأجل:

من مدة قدرها سبع سنوات إلى غاية 20 سنة أو أكثر³، وتنشأ الحاجة إلى التمويل طويل الأجل، نتيجة للتوسعات التي تنوي المؤسسات القيام بها، إذ يعد الحصول عليه من المهام الأساسية للمدير المالي و هذا تلبية لاحتياجات المؤسسة لمصادر تمويل خارجية، سواء لأغراض توسعية أم لأغراض حالية⁴.

يتطلب هذا النوع من التمويل ضمانات حقيقية كبيرة كما أن تكلفته عالية نظرا لمدته الطويلة.

من أهم مصادره:

أ- القروض المباشرة طويلة الأجل:

من مدة 7 إلى غاية 20 سنة أم أكثر، يتم الحصول على القروض طويلة الأجل من البنك أو مؤسسة مالية مختصة، وفي هذا النوع من التمويل غالبا ما تتبع البنوك طريقة " consortium " أو " crédits syndiqués " هذا من أجل توزيع المخاطر نظرا لقيمة القرض الكبيرة، أما المؤسسات المالية فتمول هذه

¹ Techniques Bancaires, Ecole Supérieure de Commerce, p30.

² نفس المرجع، ص 30-31.

⁴ منتدى المحاسبين العرب، مصادر التمويل و تكاليفها، تاريخ التصفح 2017/04/11، على الساعة 10:23. www.acc4arab.com/acc/forumdisplay.php?=62, 18/04/2018.

القروض من مصادرها الخاصة أو عن طريق اللجوء إلى القروض السندية " les emprunts obligataires"،

ب- الأسهم:

- تعريف الأسهم:

تعرف المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري الأسهم على أنها: "سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها"، كذلك هي صكوك متساوية القيمة و قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمثل حق المساهم في شركة الأموال التي ساهم في رأسمالها، و تخول له حقوق في الشركة، خاصة حقه في الأرباح¹.

- خصائص الأسهم:

- تساوي قيمة الأسهم، و عليه تساوي المساهمين في الحقوق و الواجبات إزاء الشركة.

- عدم قابلية السهم للتجزئة.

- تتحدد مسؤولية المساهم بقدر حصته "الأهم التي يمتلكها".

- قابلية الأسهم للتداول و يقصد بذلك قدرة حاملها على التنازل عنها.

- أنواع الأسهم: للأسهم أصناف عدة تختلف بحسب مستند التصنيف و سنعتمد على حقوق حملة الأسهم.

- الأسهم العادية: و هي الأكثر شيوعا، و تعطي لحملةها نفس الحقوق و الالتزامات.

- الأسهم المؤجلة: و هي الأسهم التي لا ينال حاملها حصته من الربح حتى يتم توزيعه على بقية حاملي الأسهم.

- الأسهم الممتازة: تعطي حقوقا إضافية لحملةها إما في التصويت أو في الاكتتاب بالأفضلية في رأس المال عند الزيادة فيه.

ب- سندات الاستحقاق: تمثل قيما منقولة قابلة للتداول مثل الأسهم و تمنح لحاملها صفة الدائن تجاه الشركة، و تعطي نفس الحقوق بنفس القيمة الاسمية إذا كانت لإصدار واحد.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي القاهرة 1996، دار النهار للنشر و التوزيع ط1، ص 265.

أنواع السندات: حسب مصدر السندات يمكننا أن نميز الأنواع التالية

1- سندات الهيئات و المنظمات الدولية و الإقليمية:

و تتنوع باختلاف الهيئات و المنظمات المصدرة لها كالبنك الدولي، و التي يتم إصدارها و تداولها في مختلف الأسواق المالية العالمية، عبر المؤسسات المالية المختلفة، وذلك بتجميع الفوائض المالية لتمويل الاستثمارات، أو بإعادة إقراضها لتغطية العجز في موازين المدفوعات للدول.

2- السندات الحكومية :

و هي سندات متساوية القيمة ، يصدرها البنك المركزي تمثل ديننا مضمونا من طرف الحكومة، و تصدر لتغطية مصاريفها من الإنفاق العام أو لاستعمالها كأداة للسياسة النقدية بغرض امتصاص السيولة.

3- سندات الشركات "Les obligations corporate":

و هي السندات التي تصدرها الشركات من القطاعين الخاص أو العام، و ذلك لتمويل مشاريعها أو توسيع استثماراتها و تتميز السندات التي تصدرها الشركات الخاصة بمعدل أكبر من الشركات العامة.

المطلب الثاني: التمويل من منظور إسلامي

1- تعريف التمويل الإسلامي:

أ- التعريف الأول:

"التمويل الإسلامي هو تقديم الأصول العينية أو النقدية من مالها أو الموكل إليه التصرف فيها إلى فرد أو مؤسسة ليتصرف فيها ضمن أحكام شرعية، و ذلك بهدف تحقيق عائد مباشر و مباح بموجب عقود لا تتعارض و أحكام الشريعة الإسلامية كعقد المرابحة و المضاربة"¹.

¹ شوقي بورقية، التمويل في البنوك التقليدية و البنوك الإسلامية دراسة مقارنة من حيث المفاهيم، الإجراءات و التكلفة، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص3.

ب- التعريف الثاني:

"هو تقديم أموال عينية أو نقدية من مالكةا إلى من يحتاجها ليتصرف فيها ضمن أحكام الشريعة الإسلامية، و ذلك بهدف تمويل البرامج المقترحة و تزويد القطاعات الاقتصادية بالأموال اللازمة لتحقيق أهدافها"¹.

من خلال التعريفين السابقين و المعلومات السابقة يقترح الباحث التعريف التالي للتمويل الإسلامي: و هو تقديم وحدات الفائض لأموالهم الفائضة نقدية كانت أم عينية إلى وحدات العجز بغية تمويل استثماراتها أو مشاريعها أو حتى استهلاكاتها أفرادا كانوا أم شركات، و يتم هذا التمويل وفق صيغ التمويل الإسلامية كعقد المشاركة و السلم و غيرها.

2- نشأة و تطور التمويل الإسلامي:

لقد شهد النصف الثاني من القرن الماضي انطلاقة المصارف الإسلامية و انتشارها في مختلف أرجاء العالم، فقد تمكنت خلال فترة و جيزة من بناء مؤسساتها و تثبيت دعائمها حيث استطاعت أن توافق بين المبادئ الشرعية و بين تطورات العمل المصرفي.

و الجدول الموالي يوضح أهم التواريخ بالنسبة للصيرفة الإسلامية

¹ أحمد شعبان و محمد علي، البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية، دار الفكر الجامعية، مصر 2010، ص 125.

الجدول (01-01): تطور الصيرفة الإسلامية¹.

السنة	الحادثة
1963	إنشاء أول بنك إسلامي بمصر
1975	إنشاء البنك الإسلامي للتنمية BID أول بنك خاص في دول الخليج من أجل تفعيل التنمية حيث بدأ بتقديم قروض إسلامية لتمويل أنشطة خاصة.
1983	ماليزيا تصدر تشريعات شاملة لاعتماد المالية الإسلامية
1985	تأسيس مجمع الفقه الإسلامي (IFA) ISLAMIC FIQH ACADIMY يبلغ عدد الدول المشاركة فيه ثلاث و أربعين دولة مقره بالمملكة العربية
1989	تحويل السودان لنظامها المالي إلى الإسلامية
1991	تأسيس لجنة المحاسبة والمراقبة الشرعية للمؤسسات الإسلامية بالجزائر ، وتتولى إصدار المعايير الشرعية والمحاسبية للمؤسسات الإسلامية.
2002	تأسيس مؤسسات الخدمات المالية في ماليزيا تهدف إلى تنظيم الصناعة المالية عن طريق وضع المعايير IFSB
2009	مجموع الأصول الإسلامية يساوي 500 مليار دولار
2016	معدل المتوسط نمو الأصول %الإسلامية السنوي 15 حيث بلغت قيمتها اثنان فاصل واحد ترليون دولار.

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مراجع.

3- خصائص التمويل الإسلامي: من أهم خصائصه مايلي

- العائد في التمويل الإسلامي ينبع من القيمة المضافة التي حققها النشاط الاقتصادي الذي استعمل هذا التمويل و بدون هذه القيمة المضافة لا يوجد مبرر للعائد.
- قائم على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة "الغنم بالغرم".
- صيغ التمويل الإسلامي ترتبط مباشرة بالنشاط الحقيقي، فالتمويل الإسلامي يمنع إنشاء مديونية من أجل الربح إلا من خلال عملية حقيقية¹.
- إعطاء أدوات التمويل الإسلامي بأنواعها الأولوية في تخصيص الموارد المالية على أساس دراسات الجدوى الاستثمارية و الاقتصادية، دون التركيز فقط على ملائمة المدين المالية و قدرته على التسديد².
- المتاجرة في السلع و الخدمات و المنافع الحلال، أو في حقوق الملكية لموجودات فعلية موجودة أو موصوفة في الذمة، فيحصل بسبب ذلك المشاركة في المخاطرة³.
- التناسب بين الاستثمارات و مصادر التمويل.

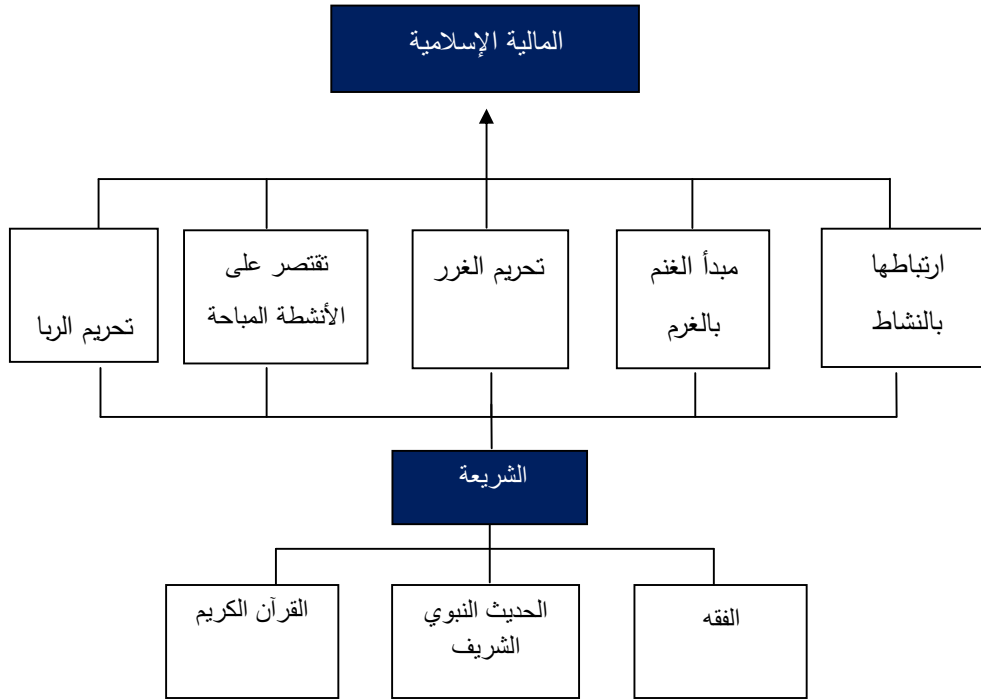
¹ سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث و الدراسات، بيروت لبنان 2013، ط1 ، ص 84 .

² قتيبة عبد الرحمن العاني، التمويل و وظائفه في البنوك الإسلامية و التجارية، دار النفائس الطبعة الأولى الأردن 2013 ، ص57-60

³ نفس المرجع ص57-60.

4- مبادئ التمويل الإسلامي:

الشكل (01-01): يوضح أهم مبادئ المالية الإسلامية و مصادر هذه المبادئ.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على:

- سامي بن إبراهيم السويلم مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث و الدراسات بيروت لبنان 2003، ط1، ص83.

- زبير عياش و سميرة مناصرة، التمويل الإسلامي كبديل تمويلي للمؤسسات المتوسطة و الصغيرة، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات العدد 3 جوان 2016، ص 5-6.

-Hassoune, Vademecum de la Finance Islamique, 2012 page1.

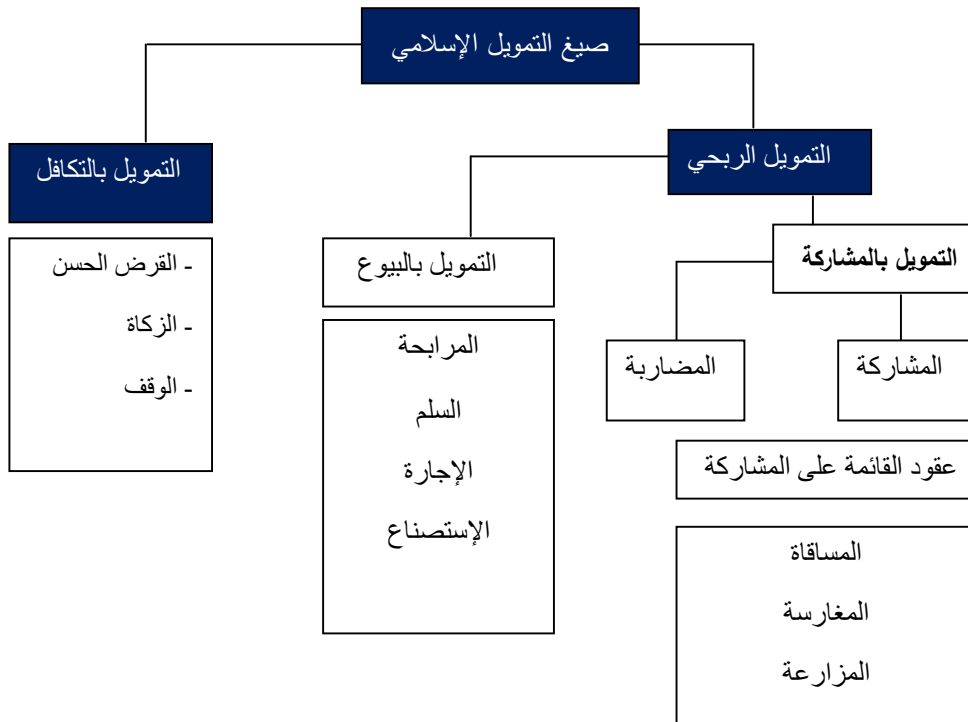
5- صيغ التمويل الإسلامي: و هي مجموعة من العقود المباحة، و غالبا ما تتعلق بطبيعة النشاط أو المشروع الممول، ويتم تصنيف صيغ التمويل الإسلامي حسب معيار المشاركة و البيوع بالدين.

الشكل(01-02): أهم الأطراف الواجب توفرها لصحة العقد:



المصدر: من إعداد الطالب.

شكل رقم(01-03): يلخص أهم صيغ التمويل الإسلامي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على عدة مراجع.

1.5 صيغ التمويل القائمة على المشاركة:**1.1.5 المشاركة:****أ- تعريف المشاركة:**

تعرف بأنها أسلوب تمويلي يشترك بموجبه شخصان أو أكثر بأموال مشتركة لتمويل عملية، صفقة أو مشروع معين، ويتم توزيع الأرباح بين المتشاركين حسب نسبة معلومة من الربح المحقق أو بحسب الاتفاق بينهم.

2.1.5 المضاربة:

و هي اتحاد المال المقدم من أحد الأطراف و العمل المقدم من طرف آخر بهدف تنفيذ مشروع استثماري ما حيث يقدم البنك المال اللازم و يقدم المستثمر جهده، و يصبح الطرفان شريكان في الغنم و الغرم، حيث سيطلق على الطرف الأول رب المال أو المقارض و يتحمل الخسارة لوحدته و وقعت. و على الطرف الثاني رب العمل المضارب.

3.1.5 المغارسة:

عقد على غرس شجر في أرض بعوض معلوم ، و تسمى أيضا: المناصبة، و بالنسبة للحنابلة هي قسم من المساقاة"المساقاة دفع أرض و شجر له ثمر مأكول لمن يغرسه، وهي المناصبة ، أو شجر مغروس لمن يعمل عليه"¹.

4.1.5 المساقاة:

هي معاقدة دفع الشجر إلى من يعمل فيه و يصلحه على أن الثمر بينهما، و عند الشافعية هي "أن يعامل غيره على نخل أو شجر أو عنب فقط، ليعتده بالسقي و التريبة على أن الثمرة لهما"².

5.1.5 المزارعة:

عقد شركة بمال من أحد الشريكين و هو الأرض، و عمل من الآخر و هو الزراعة، فيجوز بالقياس على المضاربة، و الجامع بينهما دافع الحاجة في كل منهما¹، على أن يتم اقتسام الغلة بينهما.

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد ، بحث لنيل شهادة الماجستير، معهد الدعوة الجامعي، 2009، ص 96. غير منشورة.

² نفس المرجع ص 93.

2.5 التمويل بالبيوع: وتشتمل على الصيغ التمويلية التي ينتج عنها دين كالسلم و المرابحة.

1.2.5 المرابحة:

عموما هي أن يعرف صاحب السلعة المشتري بكم اشتراها، و يأخذ منه ربحا إما على الجملة مثل أن يقول: اشتريتها بعشرة و تربحني ديناراً أو دينارين، و إما على التفاصيل كأن يقول و هو أن يقول تربحني درهما لكل دينار، أما المرابحة المصرفية و التي تتعامل بها المصارف الإسلامية و "تسمى كذلك المرابحة للأمر بالشراء"، و هي وعد من الزبون بشراء السلعة بعد حيازة البنك عليها و انتقال ملكيتها من المورد الأصلي إلى البنك الإسلامي بثمن مؤجل "يسدد بالتقسيط" معلوم عند العقد.

2.2.5 السلم:

و يقال له السلف، و سمي سلما لتسليم رأس المال في المجلس، و سلف "التقديم رأس المال" و هو في الاصطلاح "عقد على موصوف في الذمة مؤجل ببديل يعطى عاجلا"².

3.2.5 الاستصناع: عقد على مبيع في الذمة شرط فيه العمل.

و يعرف الإستصناع المصرفي:

بأنه عقد على صناعة منتج معين موصوف في الذمة يسلم في أجل محدد بحيث يكون البنك صانعا و مستصنعا.

4.2.5 الإجارة: هي تملك منفعة معلومة، في زمن معلوم، بعوض معلوم³.

عقد على منفعة مباحة معلومة، مدة معلومة، من عين معينة أو موصوفة في الذمة، أو عمل معلوم بعوض معلوم⁴.

و للإجارة صيغتان أساسيتان الإجارة التشغيلية و الإجارة التمويلية حيث تعرف الأولى بأنها التأجير على أساس الوفاء غير الكامل، حيث أن الدفعات الإجارية لا تكفي لأن يسترد المؤجر كامل الإنفاق الرأسمالي، و يتم استرداد الباقي من خلال التصرف في الأصل أو بإعادة تأجيره، أما الإجارة التمويلية

¹ أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع سابق، ص 89.

² أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع 83 سابق.

³ محمد عليش، منح الجليل شرح على مختصر سيد الخليل، دار الفكر بيروت 1989، ج 7، ص 431.

⁴ حامد ميرة، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، دار الميمان للنشر و التوزيع و بنك البلاد 2008، ط1، ص 55.

فهي عقد يقوم بموجبه المؤجر بتمويل شراء الأصول و المعدات والتي يحتاج إليها المستأجرون ثم يجرها لهم على مدة زمنية تغطي الدفعات الإجرارية خلال فترة التعاقد و قد تنتهي هذه الإجارة بتمليك المؤجر محل العقد للمستأجرين و يسمى هذا النوع الاجارة المنتهية بالتمليك¹.

6 الفرق بين التمويل الإسلامي و التمويل الكلاسيكي:

الجدول(01-02) : الفرق بين التمويل الإسلامي و التمويل الكلاسيكي

أوجه الاختلاف	التمويل الإسلامي	التمويل التقليدي
طبيعة المعاملات	معاملاته قائمة على أساس المشاركة في الربح و الخسارة.	معاملاته قائمة على أساس ربوي.
الربح	يرتبط الربح بالقيمة المضافة المحققة.	بعض وسائل التمويل ربحها مضمون كالسندات و القروض "الفائدة".
المخاطر	غالبا ما يتعلق بتقلبات السوق و يكون خطرا يسيرا لا يصل لدرجة "الغرر".	إما غنم بلا غرم أو غرم بلا غنم.
صيغ التمويل	صيغ التمويل الإسلامي ترتبط مباشرة بالنشاط الحقيقي، فكل نشاط صيغة خاصة تتماشى معه مثل عقد المغارسة	تتجسد الملائمة فيه غالبا في عنصر الزمن فالأدوات طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات و القصيرة منها لتمويل الاستغلال.

المصدر: من إعداد الطالب.

المبحث الثاني: الأسواق المالية الإسلامية (The Islamic Financial Market)

يتمحور هذا المبحث حول ماهية الأسواق المالي الإسلامية و مبادئها أهم خصائصها و ماهي تقسيمات هذه السوق و أهم الأدوات المتداولة فيها.

¹ عبلة لمسلم، الدور الإقتصادي للمشاركة المصرفية دراسة مقارنة، بحث مقدم لنيل شهادة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006،

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الإسلامية.

1- تعريف السوق المالية الإسلامية:

1.1 تعريف السوق المالية:

لقد وردت الكثير من التعريفات التي تبين مفهوم و حقيقة الأسواق المالية و نذكر منها مايلي:

أ- **التعريف الأول:** "المكان الذي يتم فيه تداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، والذي تقوم فيه المؤسسات المالية بدور الوسيط المالي و ذلك بتسهيل و تنظيم تدفق الأموال من الأطراف التي لديها فائض إلى الأطراف التي لديها عجز أفرادا كانوا أو مؤسسات أو حكومة".¹

ب- **التعريف الثاني:**

"السوق المالية ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي من خلالها المستثمرون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات الرأس مالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي، بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة حقيقية كانت أو ماليةً ونقدية، لفترات متباينة، تخضع لقوانين وتعليمات وأنظمة وإلى حد ما لعادات وتقاليد وأعراف معتمدة من بعض المجتمعات محليا ودوليا"².

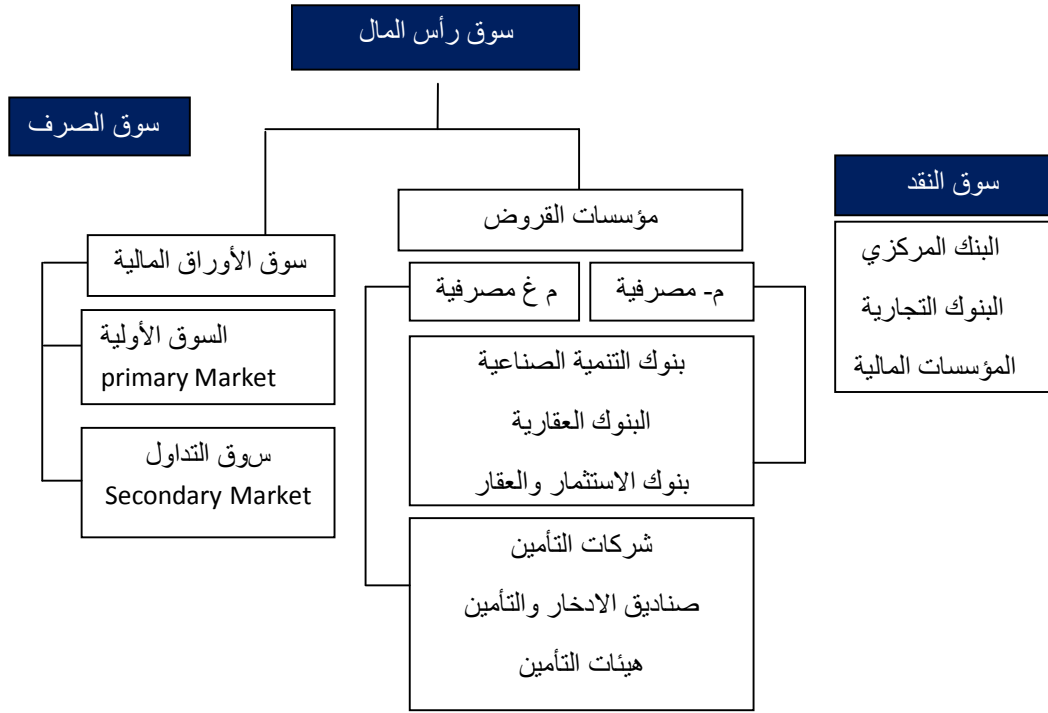
ج- و من خلال التعريفين السابقين و المعلومات القبلية نستنتج التعريف التالي للأسواق المالية: "هي المكان الذي تلتقي فيه وحدات العجز المالي بوحدات الفائض، و هما الطرفان الممثلان لعنصري العرض و الطلب على الأموال، حيث تقوم وحدات العجز بإصدار أدوات معينة بقدر عجزها لتقوم وحدات الفائض باقتنائها بحسب رغبتها و قدرتها ويتم هذا من خلال مؤسسات مختصة تعمل كوسيط بين المجموعتين تدعى الوسطاء الماليين".

¹ Jeff Madura, " Financial institution and markets", Seventh edition, Thomson, south- western, 2006, p: 02.

² هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 58.

الشكل (01-04): هيكل السوق المالية Financial Market structure

السوق المالية



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي القاهرة 1996، دار النهار للنشر و التوزيع ط1، ص36.

تعريف السوق المالية الإسلامية:

"سوق منظمة تنعقد في مكان معين و في أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعا و شراء لمختلف الأوراق المالية، و تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية و توجيهها نحو المشروعات المنتجة"¹.

" سوق منظمة تلتقي فيها إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية و توجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية"².

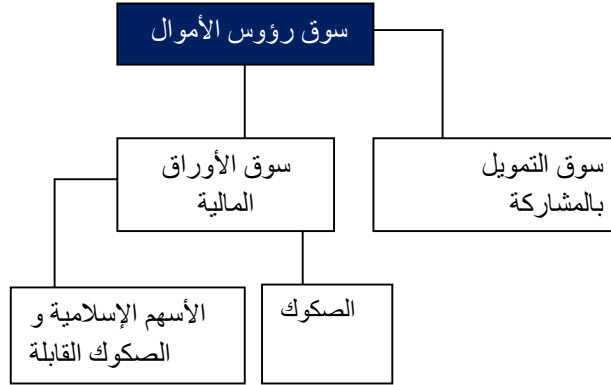
¹ أحمد محي الدين أحمد، " أسواق الأوراق المالية وأثارها الإيمانية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995 ، ص24.

² أحمد السعد دراسة مالية معاصرة، دار الكتاب الثقافي الأردن 2008، ص19.

2- أقسام الأسواق المالية الإسلامية:

مثلها مثل الأسواق المالية الكلاسيكية تنقسم السوق المالية الإسلامية إلى قسمين هما: سوق النقد و سوق رؤوس الأموال.

الشكل (01-05): يوضح الهيكل التنظيمي للسوق المالية الإسلامية.



المصدر: رفعت السيد عوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر و الاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي مكة، 29 ديسمبر 2010، ص 37.

1.2 تعريف سوق النقد "Money Market":

يطلق عليه أيضا "سوق السيولة" وهو سوق القروض القصيرة جدا، و يتم فيه التعامل بين البنوك و الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي من آجال العمليات المدينة و الدائنة للمؤسسات الائتمانية حيث تقوم البنوك باستثمار فوائدها في هذه السوق كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا إلى وضعيتها و احتياجاتها لدى البنك المركزي¹.

¹ خالد عجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في لتنمية المعاملات المالية ، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة، مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود و مالية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 ، ص7

2.2 سوق رؤوس الأموال الإسلامية Islamic Capital Market

عرفتها هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنها: "السوق التي تتوفر فيها فرص الاستثمار و التمويل المتوسطة و طويلة الأجل، و المنتجات و الخدمات المتوفرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا و المقامرة و الغرر و ما شابه ذلك"¹.

كما يمكن القول بأنها السوق التي تعمل على تجميع و تعبئة الموارد المالية من الوحدات المدخرة الباحثة عن الاستثمار الإسلامي الخالي من المخالفات الشرعية، وذلك لغرض توجيهها لتمويل المشروعات و الأنشطة الاقتصادية المختلفة و التي تتوافق بدورها مع أحكام و مبادئ الشريعة، و للتأكد من مطابقة العمليات في هذه السوق للشريعة الإسلامية تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكونة من مستشارين شرعيين و خبراء مختصين في فقه المعاملات و خاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية².

و تنقسم سوق رؤوس الأموال بدورها إلى قسمين سوق التمويل بالمشاركات و سوق الأوراق المالية.

أ- سوق التمويل بالمشاركات:

هي البديل عن سوق القروض طويلة و متوسطة الأجل "سوق التمويل" في المالية الكلاسيكية وهي النتيجة التي خرج بها الفقهاء من خلال صياغة عقود التمويل بالمشاركة، حيث تقوم المصارف الإسلامية بتقديم التمويل الذي يطلبه الزبون دون اشتراط فائدة ثابتة و إنما يكون البنك شريكا برأس المال و له الحق في نسبة من الربح المحقق سواء بقدر حصته أو بحسب الاتفاق.

ب- سوق الأوراق المالية الإسلامية.

3- أهمية السوق المالية الإسلامية:

1.3- تلبية احتياجات المستثمرين العازفين عن التعامل بالربا: تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة و تجميع المدخرات و من ثم توجيهها لتمويل مختلف المشروعات و الأنشطة الاستثمارية المنتجة، و ذلك من خلال نشر الوعي الإدخاري الإسلامي و استقطاب الأموال المكتنزة³.

¹ Securities commission of Malaysia, "Islamic capital market in Malaysia", 2004, p: 01.

² Securities commission of Malaysia, "Understanding the Islamic capital market concept", 2004, p: 03.

³ زكريا عيسى شنتلوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن ، 2009، ص 236.

2.3 توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية: نتيجة التوسع و الإقبال الكبير الذي تشهده الصيرفة الإسلامية بكل مؤسساتها، فوجود هذه السوق من شأنه الزيادة من القدرة التمويلية للمصارف الإسلامية حيث أصبح بإمكانها تمويل النشاط الاستغلالي "قصير الأجل" كذلك تمكين المستثمرين من بيع بعض الحقوق التي لديها عند الحاجة للسيولة¹.

بالإضافة إلى توسيع النشاط الاقتصادي الحقيقي و خلق الثروة في المجتمعات الإسلامية من خلال تمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل².

3.3 كونها قائمة على مبدأ المشاركة: إن الاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة و لا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، مما يؤدي إلى المشاركة في الاستثمار بمخاطره و أرباحه.

4.3 استقطاب رؤوس الأموال التي هي حالياً خارج النظام المالي: قد تكون طبيعة النظام المالي هي أحد أكبر الأسباب التي تؤدي إلى امتناع أصحاب رؤوس الأموال عن استثمار أموالهم و ادخارها داخل القنوات المصرفية و المالية الرسمية خاصة في البلدان ذات الأغلبية المسلمة.

4- وظائف السوق المالية الإسلامية: صص

1.4 تعبئة المدخرات و توجيهها لتمويل الاقتصاد: تعتبر السوق المالية الإسلامية حلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المنتجة التي تمتنع عن التمويل الربوي و الوحدات الاقتصادية المدخرة الممتنعة عنه كذلك ، حيث تقوم بدور هام في تعبئة و تجميع المدخرات بكافة أشكالها و آجالها³.

2.4 توفير السيولة: و بالرغم من أن إدارة السيولة تشكل أكبر تحد أمام المصارف الإسلامية إلا أن سوق الأوراق المالية الإسلامية لا تختلف عن سوق الأوراق التقليدية، حيث تمكن المستثمرين و المؤسسات من التنازل عن أصولها المالية عندما تحتاج إلى السيولة، وبأقل تكلفة ممكنة⁴.

3.4 تحديد الأسعار و تقويم أداء الشركات الإسلامية: كونها تتميز بالشفافية، فإن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها أقرب ما تكون لقيمتها الحقيقية، فتحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية و بصورة واقعية

¹ حمد الكساسبة، " الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة " التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991، ص74.

² حمد الكساسبة، ص 75.

³ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير، السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية بحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه ، جامعة سطيف، 2014، ص 26 .

⁴ أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق ص 38.

على أساس من المعرفة الكافية، وهذا من خلال عنصر العرض و الطلب عبر المفاوضات أو المزايدة، و التي تعكس رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة¹.

4.4 تنوع الخيارات و تنشيط سوقي الإصدار و التداول: يعمل الخبراء و المختصين على تنوع الصيغ و الأدوات التمويلية و تكييفها مع الاستثمارات و الأنشطة المختلفة وذلك لتكون مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

5- خصائص الأسواق المالية الإسلامية:

1.5 خلو عملياتها من كل المحظورات الشرعية: من أهم ما يميزها عن نظيرتها التقليدية، وهذا ما يجعل منها سوق مالية إسلامية.

2.5 خضوعها لهيئة الرقابة الشرعية: على خلاف السوق المالية التقليدية تخضع السوق المالية الإسلامية لرقابة هيئة شرعية تسهر على صحة العمليات فيها و عدم انحرافها².

3.5 الأدوات و الصيغ التمويلية المصدرة و المتداولة في السوق المالية الإسلامية مطابقة لأحكام الشريعة: حيث أن الأدوات المالية المتداولة فيها إما تكون إسلامية بطبيعة العقد أو الصيغة التمويلية كالتمويل بالمرابحة أو المشاركة و إما يتم تكييفها و معالجتها لتكون مطابقة للشريعة الإسلامية كالصكوك.

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

1.1 إنشاء و تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية:

1.1 إنشاء و تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية :

بدأ التعامل بالأوراق المالية الإسلامية عندما ظهرت فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي وفق ضوابط شرعية، وذلك عندما امتنع بنك إسلام ماليزيا عن التعامل بالسندات الحكومية و طرح الدكتور سامي حسن محمود لفكرة سندات المقارضة ضمن مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني سنة 1978، من القانون رقم(13)، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية و ذلك وفق القانون رقم (10)، بعد ذلك طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984، إلى أن توصل الدكتور سامي محمود إلى فكرة سوق مالية إسلامية، حيث قام بطرح فكرته خلال الندوة الثانية للبركة و المنعقدة في تونس 1984، و بقيت السوق المالية الإسلامية مجرد فكرة إلى

¹ شافية كتاف، مرجع سابق ص27.

² شافية كتاف، مرجع سابق ص 29.

أن تم إنشاء سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994، إضافة إلى محاولة بعض الدول العربية اعتماد النظام المالي الإسلامي حيث قامت إدارة سوق دبي بإعلانها عن البدء في إجراءات تحويل سوق دبي المالي إلى سوق إسلامي عالمي، وهذا بعد أن حصلت على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في الإمارات¹.

2.1 تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية:

هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها و الإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص²، و يتم فيها إصدار الأدوات المالية الإسلامية من طرف وحدات العجز لتقوم وحدات الفائض باقتنائها بصورة منظمة و فق أسس شرعية من خلال مراقبة الهيئة الشرعية للسوق و ذلك من أجل استثمار الأموال في إطار شرعي.

2 أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تنقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية السوق الأولية "سوق الإصدارات الجديدة" و السوق الثانوية "سوق التداول".

1.2 تعريف السوق الأولية "Primary Market":

تعرف بأنها سوق الإصدارات الجديدة³، و فيها يتم طرح "عرض" الأوراق المالية التي تصدرها الشركات و المؤسسات لأول مرة بغية زيادة رأسمالها "كالأسهم" أو لغرض تمويلي لأحد مشاريعها الاستثمارية أو التوسعية "كالصكوك و سندات المقارضة".

2.2 السوق الثانوية Secondary Market:

و تسمى أيضا سوق التداول، و فيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم، الصكوك الإسلامية....)، التي سبق إصدارها الاكتتاب فيها في السوق الأولية⁴.

¹ مفتاح صالح ، سلطنة مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، جامعة بسكرة، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية العدد 13 جوان 2013 ص 3.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق ص 27 .

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق ص 37.

⁴ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008 ، ث 13.

3 خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية¹:

- تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات.

- تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل مكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية، هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم التداول القائم على كم موجود أصلاً في الأدوات المالية، باعتباره المؤشر الأساسي لتقدير مدى كفاءة السوق المالية.

- تشجع وتحفز على أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية، كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

- أنها مصدر لضمان استمرار التدفقات النقدية، ما يشجع الوحدات الإنتاجية على إعادة.

4 وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية²:

- تقوم بتيسير تداول الأوراق المالية والصكوك، لمن يريد استثماراً حقيقياً أو مالياً، أو يريد سيولة سريعة.

- تعمل على تنمية الوعي الادخاري لدى المواطنين، وتوفير الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار.

- تحرص على تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.

- توفير المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار، من خلال قنوات تسهل عملية تدفقها عند الطلب.

- توفير الرقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة.

- تساعد على توزيع الموارد المالية، بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة.

¹ مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية

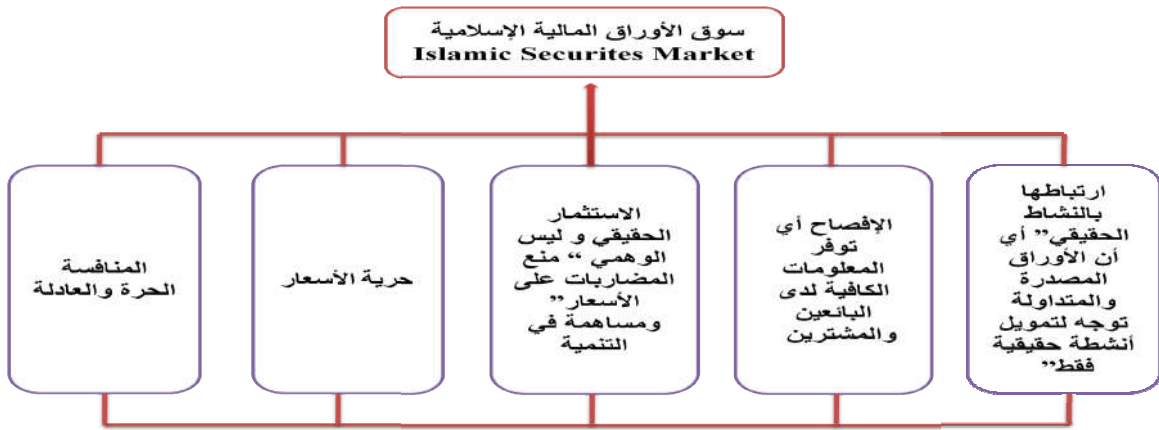
² يوسف كمال، محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة و المخرج، دار النشر للجامعات المصرية، ط1، 1996، ص 198.

- تجميع المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية، مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

- تساعد صكوك التمويل الإسلامية الحكومية الدولة على القيام بمشاريعها التنموية، وكذلك بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص.

5- مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية:

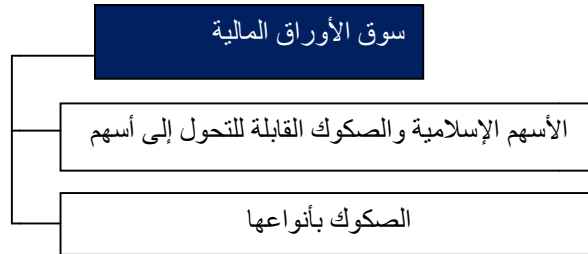
الشكل(01-06): يوضح أهم مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطالب.

6- الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية:

الشكل(01-07): أهم أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطالب.

خلاصة الفصل الأول:

ناقشنا في هذا الفصل الإطار النظري للتمويل و الأسواق المالية الإسلامية ما جعلنا نتوصل إلى أن التمويل هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقسيم تلك الطرق للحصول على المزيج الأفضل بينهما بشكل يناسب كمية و نوعية احتياجات المؤسسة و أن التمويل عدة أنواع فمن حيث المدة ميزنا ثلاثة أنواع طويل و متوسط و قصير.

ثم تطرقنا إلى التمويل الإسلامي و كان أول ظهور له سنة 1963 بعد إنشاء بنك مصر الإسلامي و يختلف عن نظيره الكلاسيكي في أنه يراعي الأحكام الشرعية كما أن له صيغه و عقوده الخاصة حيث تنقسم المعاملات في البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية إلى معاملات بالبيع بالدين كالمرا بحة و السلم و معاملات قائمة على المشاركة كالمشاركة و المضاربة، و أن من أهم خصائص صيغ التمويل الإسلامي أنها ترتبط مباشرة بالنشاط الحقيقي، فالتمويل الإسلامي يمنع إنشاء مديونية من أجل الربح إلا من خلال عملية حقيقية.

تتميز السوق المالية الإسلامية في أنها تلبي حاجيات المستثمرين العازفين عن التعامل بالربا و تنقسم إلى سوق النقد و سوق رؤوس الأموال التي تنقسم بدورها إلى التمويل بالمشاركات و سوق الأوراق المالية التي تعمل على تحقيق منافسة عادلة بالإضافة إلى حرية الأسعار و التشجيع على الاستثمار الحقيقي.

الفصل الثاني:
الصكوك الإسلامية

تمهيد:

تعتبر الصكوك الإسلامية أحد أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي شهدت انتشارا واسعا خلال فترة زمنية قصيرة، حيث أصبحت الأداة الأسرع نموا في الأسواق المالية الإسلامية، باعتبارها قناة جيدة توفر حلولاً تمويلية متنوعة للأفراد والشركات الراغبة في التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية بعيدا عن الربا.

ويعد إصدارها من أهم أهداف العمل المصرفي الإسلامي ذلك لما أضافته في سوق الأوراق المالية من حركية، خاصة كفاءتها في إدارة السيولة والتي تعد من أكبر العقبات التي تواجهها المصارف الإسلامية منذ نشأتها.

و بالرغم من النجاح الذي حققته إلا أنها عرفت في بداياتها الكثير من التجاوزات و الأخطاء حيث صرح رئيس المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات سنة 2007 بأن حوالي 75 % من صكوك المضاربة و المشاركة المصدرة مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية وقد أدى هذا التصريح إلى انخفاض الإصدارات الجديدة، إلا أنها الهيئات الشرعية و المؤسسات المختصة تعمل بجد لجعل الصكوك أداة مالية موافقة للشريعة الإسلامية من كل جوانبها و بكل أنواعها و في كل مراحلها.

مما استدعى التطرق و التفصيل في مفهومها والتعريف بها حتى يتسنى التفريق بينها وبين الأدوات المالية الأخرى، و معرفة الضوابط التي تضعها المؤسسات الفاعلة في هذا الشأن و طرق الهيكلة السليمة كذلك المخاطر المترتبة عنها و الضمانات الجائزة شرعا من هذه المخاطر.

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية (مفهومها، خصائصها و أنواعها و الفرق بينها و بين الأسهم و السندات)

تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل المشاريع أو العمليات الاستثمارية سواء المتوسطة أو طويلة الأجل وهي قائمة على مبدأ الغنم بالغرم (المشاركة في الربح والخسارة)، كحال الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار ، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض ، تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة ، وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام،

و للتوضيح أكثر يتناول هذا المبحث مفهوم الصكوك حسب الهيئات و الباحثين و نشأتها كذلك خصائصها و أنواعها و الفرق بينها و بين الأسهم و سندات القرض.

المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها

لجأ المفكرون من الاقتصاديين و الفقهاء إلى العديد من المفاهيم ، التي و إن تعددت فإنها تحمل مغزى واحد و نذكر منها ما يلي:

(1) مفهوم الصكوك الإسلامية:

(1.1) مفهوم الصكوك لغة:

- الصك لغة هو الضرب الشديد بالشيء العريض، و يقال الضرب عامة بأي شيء¹.

- وهي جمع كلمة صك: فالصاد والكاف أصل يدل على تلاقي شيين بقوة وشدة، كقول الله تعالى: "فأقبلت امرأته في صرة فصكت وجهها"² أي لطمته و ضربته على عادة النساء بأيديهن عند سماعهن لأمر عجيب أو غريب³.

- والصك كلمة فارسية معربة أصلها "جك" و هو "الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات و الأقرير" و جمعه (صكوك) و (صكاك) و(أصك) مثل بحور و بحر و أبحر، و تطلق على ما يكتب فيه من الورق

¹ سعيد محمد بوهرارة ، أشرف و جدي دسوقي، تقويم نقدي للفضايا الضريبة المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، بحث مقدم ضمن ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 2010، ص 4.

² سورة الذاريات الآية 29.

³ ابن كثير القرشي الدمشقي، تفسير القرآن الكريم، دار طيبة للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، الرياض، 1999، ص 421.

و نحوه من حقوق لكنه يستعمل مجازا في الحقوق أو الديون الثابتة فيه، وبهذا يتضمن التصرف في الصك فيما يحتويه من حق أو دين¹.

1.2 مفهوم الصكوك اصطلاحا:

- حسب الهيئات والمنظمات:

أ- التعريف الأول: عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات الإسلامية AAOIFI² الصكوك بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"³

كما أطلقت ال AAOIFI عليها اسم صكوك الاستثمار تمييزا لها عن الأسهم و سندات القرض.

ب- التعريف الثاني: عرف مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بجدة الصكوك الإسلامية بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"⁴

ج- التعريف الثالث: عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية في المعيار رقم 7 بأنها: "شهادات يمثل كل صك منها حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية و غيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون المشروع أو النشاط متفقا مع أحكام الشريعة الإسلامية"⁵.

¹ - ابن منظور، مرجع سابق، ص263.

² - ابن رجب الحنبلي، القواعد، مكتبك نزار مصطفى الباز مكة الجزء 1، الطبعة 2، 1999، ص 92.
³ تم إنشائها بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1990/02/26م في الجزائر بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح وتهدف الهيئة إلى تطوير معايير الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية وتتجاوز عضويتها 155 مؤسسة مالية في أكثر من 40 بلدا وتتخذ من مملكة البحرين مقرا لها.

⁴ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية و الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة البحرين، المعيار 17، ص288.

⁵ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المؤتمر الرابع، جدة 6/ 11/1988م، ص.

⁵ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك و التصكيك و الاستثمارات العقارية، ماليزيا 2009م ص3.

- حسب الباحثين:

أ- **التعريف الأول:** "هي وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه، بعد تحصيل قيمتها، و قفل باب الاكتتاب، و بدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله"¹.

ب- **التعريف الثاني:** هي لأوراق مالية محددة المدة ، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات ، تخول مالكيها منافع، و تحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته².

ج- **التعريف الثالث:** هي أدوات مالية إسلامية، في شكل وثائق أو شهادات اسمية لحاملها، و تصدر بموجب عقود شرعية و ضوابط، تفصل مالكيها و مصدريها، و يحدد العقد شروط إدارتها و تداولها، و تصدر الصكوك مستندة إلى أصول حقيقية أو منافع أو خدمات، وتعطي لصاحبها ملكية جزئية في هذه الأصول و الخدمات و المنافع (ملكية على الشئوع)، و هي قابلة للتداول³.

ومن خلال المفاهيم سابقة الذكر يرى الباحث تقديم التعريف الموالي كخلاصة لما تم طرحه، و عليه فإن الصكوك الإسلامية (صكوك الاستثمار): هي أوراق مالية متساوية القيمة تخول لصاحبها ملكية حصص شائعة في موجودات قائمة فعلاً لمشروع معين أو نشاط استثماري خاص أو ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و انتهاء إجراء الاكتتاب و بدء استعمالها فيما أصدرت من أجله.

(2) نشأة الصكوك الإسلامية:

تعود نشأة الصكوك الإسلامية إلى سنة 1983 و ذلك بعد أن اتضح لمسئولي البنك المركزي الماليزي أن بنك إسلام ماليزيا، قد عزف عن تملك السندات الحكومية (سندات الخزينة) كونها قائمة على الربا، مما أدى بالبنك المركزي الماليزي إلى إصدار شهادات استثمار لا تحتوي آلياتها على الربا⁴.

و في سنة 1987م قام الدكتور سامي حمود¹ بطرح مشروع سندات المقارضة² ، كبديل عن سندات القرض الحكومية، حيث تتوفر سندات المقارضة على كافة شروط المضاربة من إيجاب و قبول،

¹ حمزة بن حسين الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقييم، جامعة الملك عبد العزيز 24 إلى 25/05/2010م، ص 04.

² حامد ميرة صوك، الحقوق المعنوية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقييم ، جامعة الملك عبد العزيز 24 إلى 25/05/2010م، ص 05.

³ صابر محمد الحسين، دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك و اللادوات المالية الأخرى، بحوث ندوة البركة الواحد و الثلاثين للاقتصاد الإسلامي، 2010م، ص 132.

⁴ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، دمشق 2009م ص 26.

نسبة الربح مبلغ رأس المال المضارب، فهي سندات متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في رأس المال، أما ضمان رأس المال فلا يكون إلا من طرف ثالث كالدولة مثلاً.

وفي سنة 1988م، تحديداً في الرابع من أوت أصدر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم 5 بشأن سندات المقارضة و سندات الاستثمار، حيث أتاح للشركات الإسلامية تبني هذه الصيغ التمويلية الناشئة. و في سنة 2001م بدأت تتضح فكرة الصكوك مع بداية التجربة الخليجية، حيث أصدرت مؤسسة نقد البحرين لأول مرة سندات حكومية صيغة بيع السلم، حيث بلغ مبلغ لإصدار 25م دولار أمريكي.

و لقد ظلت الصكوك الإسلامية مجسدة في هيئة سندات المقارضة تارة و في سندات حكومية موافقة للشريعة الإسلامية تارة أخرى، إلى أن قامت هيئة المراقبة و المراجعة للمؤسسات الإسلامية في الثامن من شهر مايو 2003م بإصدار معيار شرعي لصكوك الاستثمار³، يهدف إلى بيان حكم إصدارها و تداولها ، كذلك أنواعها و خصائصها و ضوابطها الشرعية و الشروط اللازمة لهذه العمليات سابقة الذكر، على أن يسري تطبيقه في المؤسسات المختصة اعتباراً من 1 محرم 1425هـ أو من 1جانفي 2004م و تناول هذا المعيار المبادئ الأولية لإصدار و تداول جميع أنواع الصكوك التي تم إصدارها إلى غاية صدور المعيار.

و يتبين أن أول إصدار للصكوك كان من قبل شيل م د س ماليزيا (Shell MDS Malaysia) سنة 1990م، و لم يلي إصدار شيل لأي إصدار آخر في ماليزيا حتى نهاية 2001م، وفي العام نفسه تم إصدار عدد من الصكوك من مجموعة مؤسسات ، كحكومة البحرين تلتها أول مرة عالمية تقوم بإصدار الصكوك غوثري ماليزيا (Guthrie Malaysia) . وقد سجلت بداية هذه الحقبة بروز سوق صكوك فعالة⁴.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية و خصائصها و الفرق بينها و بين الأسهم و السندات

يرى البعض أن الصكوك الإسلامية هي البديل المكافئ ذو الطابع الإسلامي لسندات القرض الكلاسيكية، و يرجحون بأنها لا تختلف عن غيرها من الأوراق المالية إلا في كونها موافقة للشريعة الإسلامية، إلا أن الواقع غير ذلك تماماً، فالصكوك الإسلامية تختلف عن غيرها من الأوراق المالية في

¹ سامي حمود: المدير العام لمركز البركة للبحوث و الاستشارات المالية الإسلامية(عمان الأردن).

² البحث الذي قام به الاقتصاديون بالبنك الإسلامي الأردني حول تمويل البنك للمشاريع العامة بما يوافق أحكام الشريعة الإسلامية.

³ وهو المصطلح الذي تطلقه هيئة المحاسبة و المراجعة AAOIFI لتميزها عن الأسهم و سندات القرض .

⁴ سعيد محمد بوهرارة و جدي دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ماليزيا، ندوة(الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم)، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة 2012، ص4.

العديد من النقاط الجوهرية ، ومن خلال هذا المطلب سيتم ذكر ومناقشة أهم أنواع و خصائص الصكوك.

1 أنواع الصكوك الإسلامية:

يمكن تقسيم صكوك الاستثمار إلى أنواع عديدة حسب عدة اعتبارات، تختلف باختلاف مستند تقسيم هذه الصكوك، الذي قد يكون مدة الصكوك، صكوك ملكية و صكوك مداينات ، العقود الجزئية المؤطرة لهيكله الصكوك، كما يمكن أن يكون طبيعة و نوع الأصول محل التصكيك، وقد يكون الإطار القانوني و الأمور التقنية و الطبيعية التجارية لهذه الصكوك.

و سنعتمد في هذا التقسيم على أهم التصنيفات التي يعتمد عليها في تحديد أنواع الصكوك:

1.1 أنواع الصكوك الإسلامية حسب ال AAOIFI¹

اعتمدت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية اعتبار العقود المؤطرة للمعاملة مثل عقد البيع بالثمن الآجل و المرابحة و السلم و الإستصناع و الإجارة و المشاركة و المضاربة و الوكالة، في تصنيف الصكوك الاستثمارية حيث أحصت أربع عشر نوعاً².

1.1.1 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 و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

¹ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية و الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 288-290.
² سعيد محمد بوهرارة و وجدي، مرجع سابق، ص6.

2.1.1 صكوك ملكية المنافع، و هي أنواع:**1.2.1.1 صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة**

و تنقسم بدورها إلى نوعين و هما:

- هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها و استيفاء، أجرتها من حصيدلة الاكتتاب فيها، و تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

- هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة غير موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها و استيفاء أجرتها من حصيدلة الاكتتاب فيها، و تصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

2.2.1.1 صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة و استيفاء الأجرة من حصيدلة الاكتتاب فيها. و تصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3.2.1.1 صكوك ملكية الخدمات من طرف معين

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) و استيفاء الأجرة من حصيدلة الاكتتاب فيها، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

4.2.1.1 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 يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) و استيفاء الأجرة من حصيدلة الاكتتاب فيها، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3.1.1 صكوك السلم

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

4.1.1 صكوك الإستصناع

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، و يصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

5.1.1 صكوك المرابحة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

6.1.1 صكوك المشاركة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، و يصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصتهم، و تدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.

1.6.1.1 صكوك الشركة

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

2.6.1.1 صكوك المضاربة

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

3.6.1.1 صكوك الوكالة بالاستثمار

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

7.1.1 صكوك المزارعة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

8.1.1 صكوك المساقاة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة و الاتفاق عليها و رعايتها على أساس عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمار وفق ما حدده العقد.

9.1.1 صكوك المغارسة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال و نفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس.

2.1 أنواع الصكوك الإسلامية من ناحية التملك:**1.2.1 صكوك تمثل حقوق الملكية**

و هذه الملكية تكون لأعيان أو منافع، و هي أدوات تمثل حصصا شائعة و تشارك في أرباح المشروع في حالة تحققها بالنسب المتفق عليها، و تتحمل الخسائر بنسب مساهمتها في رأس مال المشروع، كما أنها قد تتعرض للمخاطر التشغيلية، و من أهمها نجد¹

1.1.2.1 الصكوك الصادرة على أساس عقود المشاركات.

2.1.2.1 صكوك المضاربة، لمشروعات أو أنشطة تدار على أساس عقد المضاربة، بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

3.1.2.1 الصكوك الصادرة على أساس المزارعة، المغارسة والمساقاة.**2.2.1 صكوك تؤول إلى المديونية**

وهي أوراق مالية يترتب عليها حقوق مالية ثابتة ومضمونة، يوافق المصدر لها على دفع أرباح دورية خلال التاريخ المتفق عليه لحملة هذه الصكوك ثم يتم دفع أصل التمويل كاملا، أو على دفعات خلال الأجل المتفق عليها، وهذا لتجنب المخاطر التشغيلية، إذ لا تعتبر طرفا من المشروع فلا تتحمل خسائر

¹ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 2013 ص 86.

ولا تعطى أرباح المشروع الممول، وإنما إمكانية تعرضها لمخاطر عدم السداد مثل أي أدوات الدين¹، ومن أهمها:

- صكوك المرابحة، السلم، الإجارة، المنافع، الخدمات، الإستصناع.

2 خصائص الصكوك الإسلامية

1.2 هي وثائق متساوية القيمة تكون إما اسمية أو للحامل، تثبت حق مالکها فيما تمثله من حقوق و التزامات مالية.

2.2 تمثل حصة شائعة في ملكية أصول مشروع أو نشاط محدد، أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليطا منها و من الحقوق المعنوية و الديون و النقود، ولا تمثل ديناً في ذمة المصدر لحملة الصكوك².

3.2 تصدر على أساس عقد شرعي بضوابط شرعية تنظم إصدارها و تداولها، كما أن تداولها يخضع لنفس شروط تداول ما تمثله فإذا كانت صكوك سلم مثلا فإن تداولها يخضع لنفس شروط تداول الأصل في عقد السلم³.

4.2 تخضع الصكوك الإسلامية لمبدأ الغنم بالغرم، فمالکیها يشاركون في ربحها حسب ما اتفق عليه في نشرة الإصدار، و يتحملون الخسارة كل بحسب ما يملكه من صكوك.

5.2 تعتمد الصكوك على مبدأ المشاركات المباحة، فهي قائمة على مبدأ المضاربة الشرعية من كل جوانبها، وتأخذ جميع أحكامها، فمصدر الصكوك و المتلقي لحصيلة هذا الإصدار بقصد استثماره مضارب، ويده على هذه الحصيلة يد أمانة، لا يد ملك ولا ضمان، إلا في حالات التعدي أو التقصير أو مخالفة شروط المضاربة التي تتضمنها نشرة الإصدار وحملة الصكوك أرباب مال، يملكون حصيلة الاكتتاب قبل قيام المشروع، و يملكون المشروع بعد قيامه، وهم بهذه الصفة يتحملون كافة المخاطر التي يتعرض لها المشروع، وذلك في حدود الأموال التي اكتتبوا بها في المشروع، أو المبالغ التي أذنوا للمضارب باقتراضها لحسابهم لزيادة رأس مال المشروع⁴.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010 ص 05.

² هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية و الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 291.

³ السلم هو " عقد على موصوف في الذمة ببديل يعطى عاجلا " و عادة ما يكون البديل مالا، كشف القناع عن متن الإقناع، منصور بن يونس بن إدريس اليهودي، دار الفكر، بيروت، 1402 هـ تحقيق: هلال مصيلحي ومصطفى هلال، ج 3 ص 289.

⁴ أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع سابق، ص 33.

3 الفرق بين الصكوك و غيرها من الأوراق المالية:

1.3 الفرق بين الصكوك و الأسهم¹ :

الفترة	الصكوك	الأسهم
عند الإصدار	للصكوك الإسلامية مدة زمنية معينة تتحدد عند الإصدار سواء بمدة حياة الأصل أو المنفعة محل التصكيك.	الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، تبقى طيلة حياة الشركة، حتى لو انتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر فهي تمثل رأس مال الشركة المصدرة للأسهم، فهي إذن غير قابلة للرد من جانب الشركة.
خلال مدة الاستثمار " حياة الورقة المالية "	لا يشارك حملة الصكوك في إدارة المشروع بطريقة مباشرة، بل يقومون بتوكيل مضارب، يلتزم في إدارته للمشروع، بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية.	مالكو الأسهم في شركة المساهمة لديهم الحق في إدارة الشركة، عن طريق انتخاب مجلس الإدارة أو مجلس المديرين.

المصدر : من إعداد الطالب.

¹ حسين حامد حسان، الأدوات المالية الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ج 2 ص 154.

2.3 الفرق بين الصكوك و السندات

تختلف الصكوك الإسلامية عن السندات فيما يلي :

الجدول (02-02): الفرق بين الصكوك و السندات.

المدة	الصكوك الإسلامية	السندات
عند الإصدار	يمتلك حملة الصكوك حقا عينيا يتعلق بموجودات الشركة أو المشروع	يمثل السند ديناً في ذمة الشركة و لا يتعلق بأصولها.
خلال مدة المشروع أو الشركة	الصكوك قائمة على مبدأ الغنم بالغرم، فمالك الصك يتأثر بنتيجة أعمال الشركة أو المشروع، و يتحمل الخسارة عن وجدت	يتحصل حامل السند على فائدة بنسبة معينة محددة مسبقاً مستقلة عم نتائج الشركة
عند الاستحقاق	يسترجع حملة الصكوك قيمة الأصل محل التصكيك بعد أن تتنازل SPV عنه	يسترجع حملة السندات القيمة الاسمية أو القيمة الاستحقاق و التي عادة ما تكون أكبر من القيمة الاسمية
عند التصفية	الصك الإسلامي ليس له الأولوية عند التصفية، و إنما تصرف له نسبة مما تبقى من موجودات الشركة.	بالنسبة لحملة الصكوك له الأولوية عند تصفية الشركة أو المشروع.

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مراجع.

المبحث الثاني: العمليات على الصكوك (إصدارها و هيكلتها)

الصكوك الإسلامية كغيرها من الأدوات المالية الأخرى، تخضع لأحكام وقواعد تنظم العمليات عليها، من إصدار وتداول، وتنطلق هذه الضوابط والقواعد من مقاصد وأحكام الشريعة، و هي ضرورية لأبد من توافرها لضمان صحة الصكوك خلال كل مراحلها، و يتناول هذا المبحث أهم خطوات ومراحل عمليات الإصدار والتداول وما تتضمنه من إجراءات فنية وضوابط شرعية، تبدأ من الإعلان عن الاكتتاب في الصكوك لأول مرة، وأنواع الهياكل التي يتم إصدار الصكوك بها وآليات الإصدار والتداول إلى غاية نهاية أجلها بإطفائها.

المطلب الأول: ضوابط إصدار الصكوك

1. إصدار الصكوك

تشتمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها (تنظيم الإصدار) أو (ترتيب الإصدار)، وهذه الخطوات لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة على أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها وأحياناً توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها،¹.

1.1 إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية و الإجرائية و التنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الإصدار².

2.1 تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين من خلال تأسيس شركة ذات أغراض خاصة تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي وتكتسب هذه الشركة الشخصية المعنوية) وذلك لتمثيلهم في كل التصرفات المتعلقة بالنشاط أو المشروع القائم وتقوم هذه الشركة بشراء الأصول التي ستغطي الوحدات المصدرة³.

3.1 عملية الاكتتاب: و تتمثل في طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الأصول الممثلة بالصكوك.

4.1 تسويق الصكوك: و تتم عملية الاكتتاب إما بطرح الصكوك مباشرة إلى الجمهور أو يتم عن طريق بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع إلى المستثمر الأول بنكا كان أو مجموعة بنوك وذلك من أجل تسويقها وبيعها إلى حملة الصكوك.

2 ضوابط الإصدار⁴ :

1.2 تصدر الصكوك الإسلامية وفق ما يقابلها من عقود الاستثمارات الشرعية الإسلامية، كالمشاركة، السلم، الإستصناع الإجارة، وغيرها من العقود التي تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

2.2 يضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة.

3.2 يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددتها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب، فتكون حينئذ إيجاب ويكون الاكتتاب قبولا.

¹ عبد الستار أبو غدة، بحث في المعاملات والأساليب المصرفية، شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، نقلا عن قرارات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية، ج 2 ص 87.

² أسامة عبد الحليم الجورية ، مرجع سابق ص 42.

³ نفس المرجع ص 42.

⁴ عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 24- 26 ماي 2010 ص 2.

4.2 الشركة المصدرة للصكوك تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن حملة الصكوك، وهي المسؤولة إدارياً اتجاههم.

5.2 للشركة المصدرة للصكوك عائد بنسبة معروفة ومتفق عليه مسبقاً، مقابل قيامها بمهام الإدارة والتسيير، وذلك حسب مفهوم المضاربة، أو الوكالة التي تجمعها مع ملاك الصكوك.

6.2 يصرح في نشرة الاكتتاب مسبقاً وصراحة عن كيفية ونسب توزيع العائد بين مالكي الصكوك والشركة المصدرة لها.

المطلب الثاني: هيكلية الصكوك و آليات إصدارها

1 آليات إصدار الصكوك

1.1 أطراف عملية إصدار الصكوك

- **مصدر الصك:** هو البائع الأصلي للأصول محل التصكيك، وهو الذي يقوم بتكوين محفظة الصكوك، فيبيعها ويحصل على مقابلها نقداً، وذلك باستخدام حصيلة الاكتتاب وفق صيغة استثمارية شرعية، وعادة ما يكون مصدر الصك فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية¹

- **حامل الصك (المستثمر):** هو الذي يقوم بشراء الصكوك المطروحة للاكتتاب للأصول التي تم تصكيكها من قبل المؤسسات الإسلامية أو التقليدية، وعادة ما تكون ممثلة من البنوك وشركات التأمين والبنوك المركزية والشركات الخاصة.

- **الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) Special Purpose Vehicle:** وهي شركة يتم إنشاؤها من طرف الشركة التي تريد تصكيك أصولها، حيث يتم تحويل الأصول محل التصكيك إليها من الجهة المصدرة، لتتولى إصدار الصكوك المالية بقيمتها الإسمية، ودورها يتمثل في الالتزام بسداد قيمة الأصل للشركة الأم بمبلغ أقل من قيمته الأصلية أو بحسب ما جاء في نص نشرة الإصدار، ثم إصدار الأوراق بالقيمة الكاملة للأصل، وكسب الفرق، ثم خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية.

- **لجنة الرقابة الشرعية:** هي اللجنة التي يتم أخذ موافقتها حول الصكوك المراد إصدارها و تداولها طبقاً للضوابط الشرعية التي يجب توفرها في عملية التصكيك حيث تقوم بمراقبة مدى إلزام المؤسسات

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك، بحث مقدم إلى ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شرك راجع: علاء الدين زعتري، الصكوك، بحث مقدم إلى ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BD0، عمان، 18-19 جويلية 2009، ص 26.

المالية والشركات المصدرة للصكوك بأحكام الشريعة الإسلامية، مما يجعلها أكثر ضماناً، وتعد موافقتها في إنشاء الصكوك الإسلامية وإصدارها ، شرطا أساسيا للسماح بالتعامل بتلك الصكوك¹.

- **وكيل الإصدار:** هي المؤسسة الوسيطة التي تتولى عملية الإصدار، حيث تقوم باتخاذ جميع الإجراءات اللازمة من دفع الأقساط، إطفاء الصكوك و دفع العوائد عند تاريخ استحقاقها نيابة عن مصدر الصكوك، يتم تعيينها وفق اتفاقيات كما يمكن أن تتضمنها نشرة الإصدار وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد وكالة بأجر².

2.1 مراحل إصدار الصكوك

1.2.1 إصدار الصكوك Issuance : وتتم هذه المرحلة على الخطوات التالية

- الخطوة الأولى: تقوم الشركة المنشئة بتعيين الأصول التي تريد تصكيكها من خلال حصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك بعد ذلك تقوم بنقلها إلى SPV وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقا للشروط والإجراءات الخاصة.

- الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها. حيث تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

¹ وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجري، صكوك الإستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة 15/7/15 ماي 2005 ص 908/907.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع ط1، عمان ، 2012، ص85.

2.2.1 مرحلة إدارة محفظة الصكوك Servicing:

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والمدخيل الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها على المستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاج إليها المحفظة.

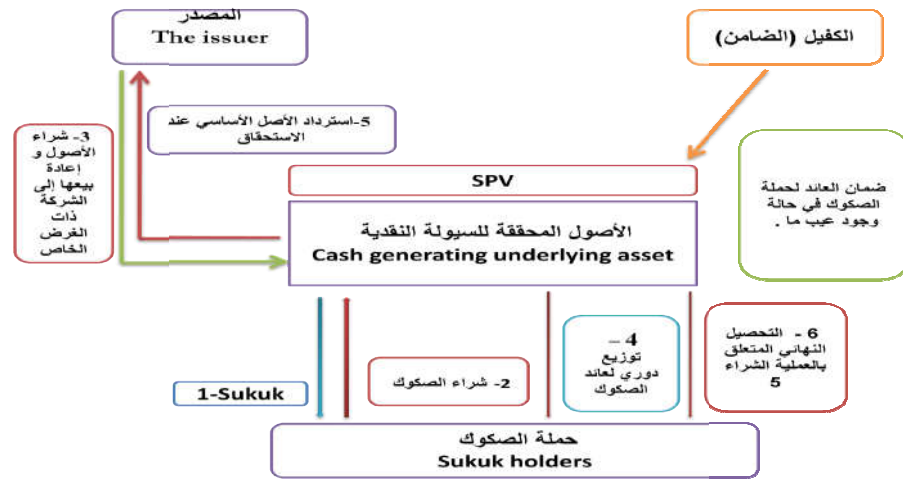
3.2.1 مرحلة إطفاء الصكوك (Repayment to Sukuk Holders):

ويقصد بها انتهاء الصفة الاستثمارية للصكوك، وتحولها إلى نقود، وذلك بدفع القيمة الاسمية أو السوقية للصكوك لحاملها مقابل التنازل عنه للشركة المصدرة له في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار¹.

2 هيكل الصكوك الإسلامية

2.1 النموذج العام لهيكل الصكوك

شكل(01-02): هيكل إصدار الصكوك الإسلامية



المصدر:

AL-KhawarizmiGroup,

ifso-asso.com/wp content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf p 07

¹ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 97-98

ولتفسير الشكل أعلاه، يجب تتبع الخطوات التالية¹¹:

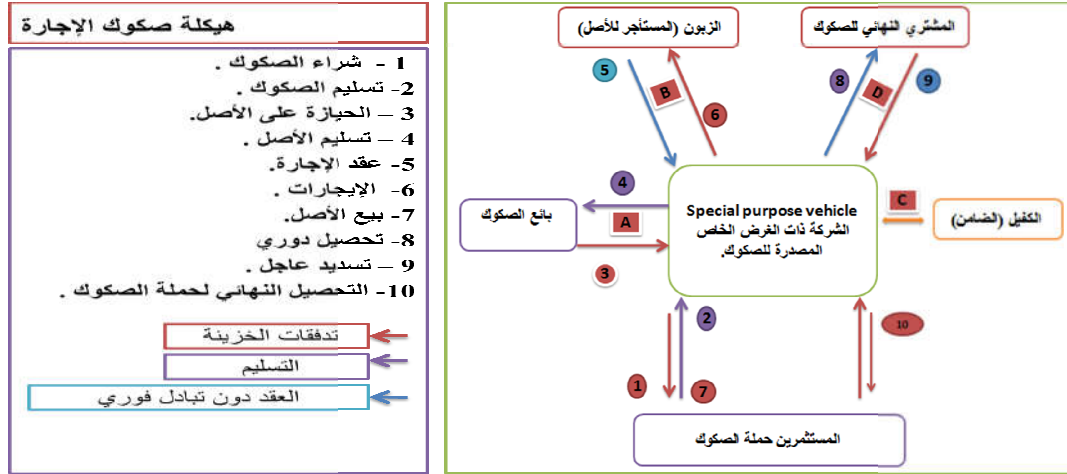
- 1- تطرح الشركة ذات الغرض الخاص بالصكوك التي تمثل شهادات مساهمة متساوية القيمة مع الأصول (أو التي ستحصل عليها) من الشركة المصدرة للاكتتاب فيها في سوق الأوراق المالية.
- 2- يكتتب المستثمرون (حملة الصكوك) في هذه الصكوك وتتحصل الشركة ذات الغرض الخاص على الأموال المجمعة على أن تلتزم هذه الأخيرة بتسيير حسيطة الأموال لفائدة المستثمرين.
- 3- تقوم الشركة المصدرة بتعيين الأصول المراد تصكيكها أو التي سيتم الحصول عليها) وتحول ملكيتها إلى الشركة ذات الغرض الخاص عن الطريق البيع أو التنازل تسدد الشركة ذات الغرض الخاص ثمن شراء الأصول (أو التي ستحصل عليها للشركة المصدرة على أن تقوم هذه الأخيرة باستثمارها وفقا لأحد صيغ التمويل الإسلامي.
- 4- تسدد الشركة المصدرة في بعض أنواع الصكوك الأقساط دورية (في حالة صكوك الإجارة، المشاركة، المضاربة في تواريخ محددة، و تحول وتدفع بدورها الشركة ذات الغرض الخاص لهذه الأقساط على شكل عوائد دورية لحملة هذه الصكوك.
- 5- عند الاستحقاق لهذه الصكوك، حسب ما جاء في نشرة الإصدار، تبيع الشركة ذات الغرض الخاص الأصول المصككة (أو المصنعة أو المتحصل عليها من أعيان وخدمات منافع) إلى الشركة المصدرة بسعر السوق ، أو السعر المنفق عليه في نشرة الاكتتاب.
- 6 - إعادة شراء الأصول من طرف الشركة المصدرة ودفع مقابلها للشركة ذات الغرض الخاص، انتهاء عملية التصكيك وحل الشركة ذات الغرض الخاص.

¹¹ Conseil des valeurs mobilières, Sukuk, Quel potentiel de développement au Maroc ? Maroc, p.39

2.2 هيكلة كل نوع من الصكوك الإسلامية

1.2.2 صكوك الإجارة:

الشكل (02-02): هيكلة إصدار صكوك الإجارة



المصدر:

AL-Khawarizmi Group, ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf p37

- تفسير هيكل صكوك الإجارة¹ :

- في هيكلة صكوك الإجارة تتولى شركة ذات غرض الخاص مقيمة محلياً أو في الخارج عملية الإصدار، و تخصص حصيلة الاكتتاب في الحيازة على أصول موصوفة في الذمة.
- تلتزم ال SVP بإعادة تأجير الأصول إلى جهة ثالثة (أو إلى الشركة المصدرة بحسب طبيعة عقد الإجارة المراد تحقيقه) لمدة معينة مقابل دفع الإيجار
- يدفع المستأجر (أو المصدر بحسب طبيعة عقد الإجارة المراد تحقيقه) الأجرة المتفق عليها دورياً إلى الشركة ذات الغرض الخاص.

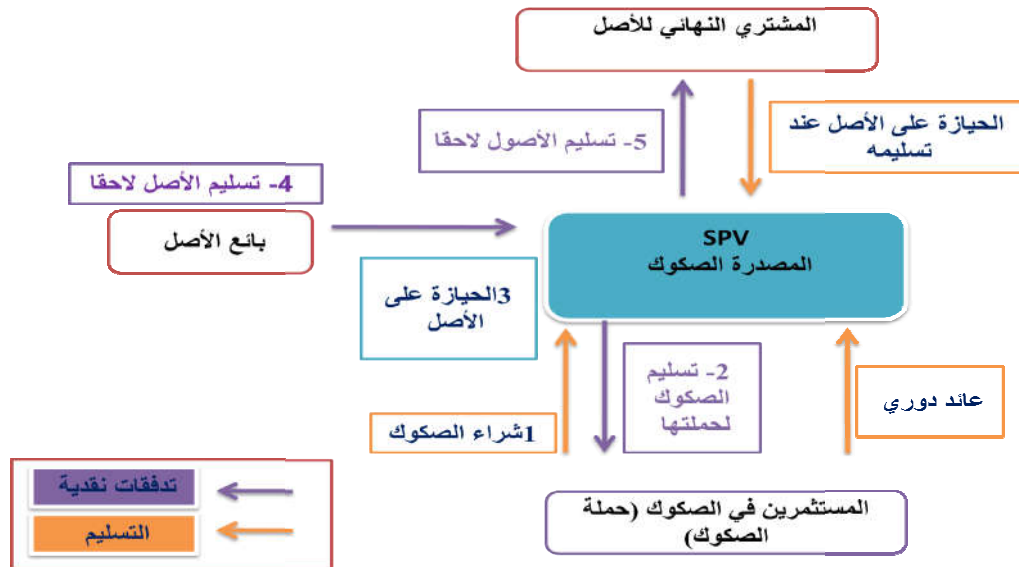
¹Adam Nathif Jama. Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries. Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p384
- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009 p 14-15

- Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Salwa Amirah Awang **Development of Sukuk Ijarah in Malaysia**, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance. Vol. 8 No. 2, Apr - Jun 2012, p.96.

- عند تاريخ الاستحقاق، وبعد انتهاء مدة الإجارة، يقوم المستأجر بإعادة الأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص على أن تقوم هذه الأخيرة بإعادة بيع الأصول إلى المصدر الأصلي بقيمتها السوقية (أو بحسب الاتفاق الأولي للقيمة الإسمية للصكوك المصدرة أو بحسب القيمة المتبقية للأصول المؤجرة).
تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على أموال الأصول المعاد بيعها للشركة المصدرة، و تستخدم حصيلة بيع الأصول للوفاء بقيمة الصكوك إلى المستثمرين، وتنتهي عملية التصكيك وتحل الشركة ذات الغرض الخاص.

2.2.2 صكوك السلم

شكل(02-03): هيكله صكوك السلم.



المصدر:

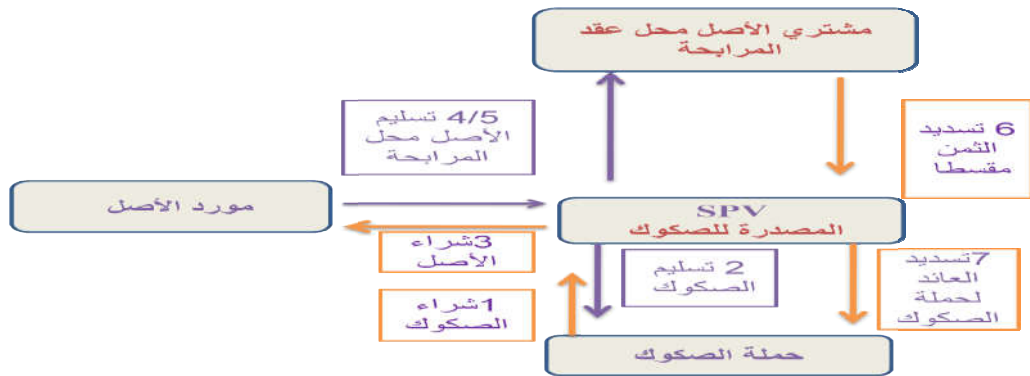
- مراحل هيكلية صكوك السلم¹:

تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك و طرحها للاكتتاب في السوق

- 1- اقتناء الصكوك من طرف المستثمرين الراغبين في الاقتناء.
 - 2 تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسليم الصكوك لحاملها ،
 - 3 تقوم شركة ذات الغرض الخاص في استعمال حصيلة الاكتتاب لشراء أصل أو سلعة ما موصوفة في الذمة تسلم أجلا مع تقديم رأس المال.
 - 4 - عند الأجل أو الآجال المحددة، يسلم المصدر(بائع الأصل) الأصل المشتري سلما للشركة ذات الغرض الخاص.
 - 5- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع الأصل "محل السلم" للمشتري النهائي.
- تدفع ال SPV لحملة الصكوك عائدا دوريا، و عند انقضاء أجل الصكوك تقوم الشركة ذات الغرض الخاص باسترجاع صكوك السلم من عند المستثمرين، ثم يتم حل الشركة ذات الغرض الخاص، وانتهاء عملية التصكيك.

4.2.2 صكوك المرابحة

الشكل(02-04): هيكلية صكوك المرابحة



المصدر:

AL-Khwarizmi Group, ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhwarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf p 3.

¹ Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February, 2006.p7.

تفسير الشكل(04-02)¹:

- 1 اقتناء الصكوك من طرف المستثمرين الراغبين في الاقتناء.
- 2 تسليم شهادات الاستثمار لحملة الصكوك.
- 3 بعد جمع حصيلة الاكتتاب تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بشراء الأصل محل التصكيك
- 4 يقوم المورد بتسليم الأصل للSPV.
- 5 تسليم الأصل للزبون الذي توعد بالشراء.
- 6 عند الاستحقاق يقوم الزبون بتسديد الSPV في ثمن الأصل المقسط.
- 7 تقوم الSPV بتوزيع العائد على حملة الصكوك.

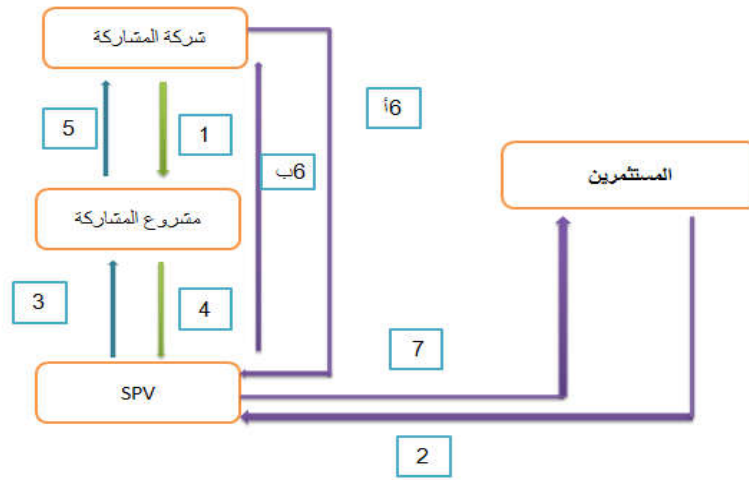
¹ زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص11

- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق المالية الماليزية ص123.

- Shamsheer Mohamad Ramadili, Taufiq Hassan, and Adesina-Uthman Ganiyah, Exigency for Sukuk Bonds Financing: Issues and Discussions, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1666103> DATE OF SEE 16/01/2012; - Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, pp:47-48.

5.2.2 صكوك المشاركة

شكل رقم (02-05): هيكلية صكوك المشاركة



المصدر:

AL-Khawarizmi Group, ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf p 43.

تفسير الشكل (02-05)¹:

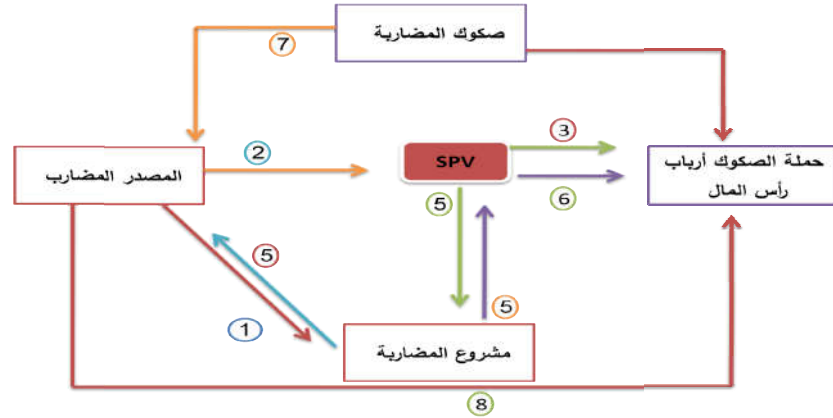
- 1 تقدم شركة المشاركة حصتها العينية أو المالية لمشروع المشاركة.
- 2 يقدم المستثمرون مساهمتهم المالية للشركة ذات الغرض الخاص.
- 3 تقدم الشركة ذات الغرض الخاص مساهمتها المالية نقدا لمشروع المشاركة، يعني حسيلا إصدار صكوك المشاركة المتحصل عليها من طرف المستثمرين.
- 4 تتحصل الشركة ذات الغرض الخاص على مبلغ الأرباح المحققة من مشروع المشاركة دوريا، لتقوم بتوزيعها على المستثمرين.
- 5 تتحصل شركة المشاركة على أرباح المشاركة بالإضافة إلى أتعاب تسييرها للمشروع المشاركة.
- 6 يتعهد بشراء أسهم المشاركة من SPV على أساس دوري.

¹ Dar Al Istithmar, An Introduction to the Underlying Principles and Structure, a global think tank for the Islamic finance industry, june 2006, page 22.

7 تدفع شركة المشاركة حصيلة شراء المشروع الجاهز بسعر السوق أو بحسب ما جاء نصه في نشرة الإصدار.

6.2.2 صكوك المضاربة

الشكل رقم (06-02) هيكل صكوك المضاربة



المصدر:

AL-Khwarizmi Group, ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhwarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf p 40.

تفسير الشكل (06-02):¹

- 1- يقوم المصدر (المضارب الأول) بإقامة مشروع معين.
- 2- ينشأ المصدر شركة ذات الغرض الخاص، تتولى إدارة المشروع نيابة عنه .
- تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك مضاربة متساوية القيمة وتطرحها للإكتتاب من طرف المستثمرين أرباب المال على أنهم مالكو رأسمال المشروع.
- 4- تقوم إدارة هذا المشروع ممثلة في الشركة ذات الغرض الخاص بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني مع جهة ثانية (المضارب الثاني) عادة الشركة المصدرة من أجل تنفيذ المشروع.

¹ محمد غزال، مرجع سابق ص128-129.

- 5- بعد انتهاء المشروع، تقوم الجهة المنجزة للمشروع (المضارب الثاني) بتقسيم الأرباح المشروع بينها وبين إدارة المشروع على أن تتحصل الجهة المنجزة على أجرة ماقامة به من عمل.
- 6- تقوم إدارة المشروع شركة ذات الغرض الخاص بتقسيم الأرباح بين حملة صكوك المضاربة.
- 7- عند وصول أجل صكوك المضاربة وانتهاء المشروع يقوم المصدر (المضارب الأول) بإعادة شراء الصكوك بسعر السوق.
- 8- حصيلة صكوك المضاربة تدفع للمستثمرين لما قدموا من رأس المال.

المبحث الثالث: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

إن الرواج الذي حققته الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة، وإقبال المستثمرين عليها من الدول والحكومات و الشركات و حتى الأفراد، ما هو إلا دليل على أهميتها و كفاءتها في عالم المال، وكأي ورقة مالية فهي لا تخلو من المخاطر، إلا أن اجتهاد الأخصائيين جعلهم يتوصلون إلا ضمانات من شأنها أن تخفف من تلك المخاطر.

المطلب الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

1- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمتعاملين بها¹:

1.1 أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي:

- 1 - تساعد عمليات التصكيك في الملائمة بين مصادر التمويل وبين استخداماتها بما يساهم في تقليل المخاطر المتعلقة بأجال الموارد واستخداماتها.
- 2 - يعمل التصكيك على لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجات الشركات، لأنه يضاعف قدرة الشركات على تسييل أصولها، أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة.

¹ فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص11

2.1 أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين :

1- تكمن أهمية تصكيك أصول الشركة في أنها أقل تكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي، وذلك بسبب قلة الوسطاء من ناحية العمولة الممنوحة، وقلة المخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة، لكونها مبنية ومدعومة بأصول موجودة حقيقة¹.

2- تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة بباقي الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية، السندات ذات الأجل القصيرة) كما تتميز بانخفاض مخاطرها. كما يوفر التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات، بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم واسترداد أموالهم² بسلاسة، كما تعود عليهم بعوائد مجزية.

2 دور الصكوك الإسلامية و أهميتها على مستوى سوق الأوراق المالية³:

1- إن ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، وهو ما يعد أمرا حيويا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدد أنواع وأجل الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات : الزراعية، الصناعية، العقارية.

2- تقدم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلا قريبا للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وتتنظم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدرا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين.

3- إن التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على خلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار.

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 137.

² معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة،

³ العرابي مصطفى، حمو سعاد، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد- ماليزيا نموذجا- جامعة طاهري محمد -بشار- الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، 2017 مجلة البشائر الاقتصادية، العدد الأول مارس 2017.

3 دور الصكوك الإسلامية على مستوى الاقتصاد الكلي¹:

1- **المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية** : فالصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنى التحتية كالنفط والغاز والطرق ... وغيرها، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في تمويل المشاريع الاستثمارية، لأنها قادرة على تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى محالات استثمارية حقيقية وتنوع الصكوك الإسلامية بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة.

2- **توزيع وتخصيص المخاطر**: تعمل الصكوك من خلال آلية المشاركة في الربح والخسارة على تخصيص المخاطر تخصيصاً أمثل، عن طريق تقاسم المخاطر بين أطراف العقد، مما يخفف من الصدمات المترتبة على تحقق هذه المخاطر².

3- **تحقيق التوزيع العادل للثروة**: فصكوك الاستثمار الإسلامي تعد وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، إذ تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة

5- **معالجة الضغوط التضخمية في الاقتصاد**: فالصكوك تتيح الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدامها ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة الزائدة في السوق، و من ثم خفض معدلات التضخم.

المطلب الثاني: المخاطر و الضمانات

1- مخاطر الصكوك الإسلامية:

باعتبار أن الصكوك قائمة على مبدأ الغنم بالغرم نستنتج بأن الاستثمار فيها لا يخلو من المخاطر و التي تتعلق إما بمخاطر بالاستثمار و إما بصيغ التمويل، و تتمثل فيما يلي:

1.1 المخاطر العامة:

وهي المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام، وتتأثر بها جميع الصكوك الاستثمارية، وكذلك لأسباب سياسية أو اقتصادية أو عوامل بيئية، كما تعرف بالمخاطر العامة أو الكلية³

1.1.1 **مخاطر السوق** : يتعلق هذا النوع من المخاطر بالتقلبات التي تطرأ على السوق سواء لأسباب

سياسية أو اقتصادية أو حتى عوامل بيئية وتتمثل فيما يلي:

- مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التضخم، مخاطر ائتمانية....

¹ العرابي مصطفى، حمو سعيدي، مرجع سابق ص 5-6.

² معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، ورقة عمل مقدمة في الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي 4 ديسمبر، جامعة قلمة، ص 252 252 .

³ محمد غزال، مرجع سابق ص 147.

2.1.1. المخاطر القانونية: تتعرض الصكوك الإسلامية إلى مخاطر قانونية عديدة، نظرا لأن الكثير من النظم والتشريعات في الكثير من الدول هي أنظمة وضعية، مما يجعلها في كثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، لذلك لا بد من مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة¹.

2.1.1. المخاطر الخاصة: وهي تلك المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل كبير، وإنما تمس صك استثماري بعينه لمشروع معين، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف الشركة المصدرة، أو إلى ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

3.1.1. مخاطر تتعلق بالاستثمار في الصكوك: باعتبار أن الصكوك الإسلامية تصدر لتمويل نشاط استثماري معين وفق أحد صيغ التمويل الإسلامية، وكونها تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو خدمات أو منافع² فهي تتعرض إلى المخاطر التي تواجهها المشروعات الاستثمارية، ومن بين تلك المخاطر ما يلي:

1.3.1. مخاطر تتعلق بمصدري الصكوك

و باعتبارهم أصحاب فكرة المشروع و الطرف الذي يتلقى حسيطة الاككتاب و الذي يختار المشروع المناسب للاستثمار، إذن هم أصحاب القرار، حيث أن حملة الصكوك لا يشاركون في اتخاذ القرار، لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب، ولتجنب هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في إختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة الاستثمارية والأمانة³.

2.3.1.1. مخاطر أصول الصكوك:

تمثل الصكوك الإسلامية أصولا غير نقدية، فقد تكون أعيانا أو سلعا تباع وتشتري، وقد تكون عقارات أو وسائل نقل أو معدات، يتم استغلالها أو أنشطة صناعية أو زراعية أو خدمات، وهذه الأصول معرضة لمخاطر التلف أو الهلاك أو انخفاض قيمتها السوقية مما يؤدي إلى تراجع قيمة الصكوك عند التداول "بالنسبة للصكوك لقابلة للتداول"، كما أن بعض الصكوك التي تترتب عنها ديون تكون معرضة للتأخير عن التسديد، وربما المماطلة و حتى عدم التسديد نهائيا⁴.

¹ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 19.

² هيئة المحاسبة و المراقبة الشرعية، مرجع سابق ص 288.

³ عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك و موقف الشريعة من ضمانها، ندوة (الصكوك السلامية عرض و تقييم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 2010 ص4.

⁴ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص 5.

2 ضمانات الصكوك:**1.2 ضمان الطرف الثالث :**

أي وجود طرف غير طرفي العقد يتعهد و بدون مقابل بتقديم ضمان يعادل قيمة الضرر أو الخسارة مهما كان سببها، شرط أن يكون التزامه مستقلا عن عقد المضاربة وما دام هذا الالتزام مستندا على مبدأ التبرع و صادرا من طرف ثالث فهو جائز شرعا لا حرج فيه¹.

2.2 مؤسسات ضمان الاستثمار:

هي مؤسسة إسلامية لتأمين الاستثمار وتأمين الصادرات، أنشأها البنك الإسلامي للتنمية، وهي تعمل وفق الشريعة وبالتالي يمكن الاشتراك فيها لتأمين الصكوك²

3.2 تكوين احتياطي معدل الأرباح:

و ذلك باقتطاع ما يزيد عن نسبة محددة من أرباح الصكوك (تمثل العائد المتوقع دوريا) ويتم الاقتطاع من الربح الإجمالي،و قد لا يغطي هذا الاحتياط كل الخسارة إلا أن قيمته المتزايدة تزيد من احتمال تغطيته لكل الخسارة مع مرور الوقت³.

¹ حمزة بن حسين الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية ، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك لاسلامية عرضو تقييم ، جامعة الملك عبد العزيز

جدة ، 2010 ، ص 7.

² عبد الستار أوغدة، مرجع سابق، ص6.

³ نفس المرجع ص8.

خلاصة الفصل الثاني :

بعد تناولنا لهذا الفصل بكل محاوره حول الصكوك الإسلامية يمكننا الاستخلاص بأن الصكوك الإسلامية هي ورقة مالية تختلف عن غيرها من الأوراق المالية في كونها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، كما أنها جائزة شرعاً فهي تصدر وفق عقد شرعي استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامي، و تحت إشراف هيئة شرعية تعمل على مراقبتها في كل مراحلها منذ إصدارها و تداولها إلى غاية إطفائها.

ومما تم التوصل إليه أنه يمكن أن نميز للصكوك أنواعاً عديدة حسب عدة اعتبارات، تختلف باختلاف مستند تقسيم هذه الصكوك، و قد اخترنا أهم تصنيف، تصنيف هيئة المحاسبة و المراجعة الشرعية للمؤسسات الإسلامية "AAOIFI" التي ميزت أربعة عشر نوعاً للصكوك، يستعمل كل منها في النشاط الملائم له فصكوك المزارعة تستعمل في تمويل المشاريع الفلاحية و صكوك المضاربة تستعمل في تمويل نشاط قائم على عقد المضاربة و هكذا.

ولكل نوع من الصكوك ضوابط إصدار و تداول و هيكلته تميزه عن غيره، و تحكم هذه الضوابط إصدار الصكوك الإسلامية في كل مراحلها أي أنها تحكم الاكتتاب فيها و بيعها أول مرة، كما تحكم طرق تداولها في السوق الثانوية، و ما الهدف من هذه الضوابط إلا ضمان مطابقتها للشريعة و بالتالي ضمان حقوق كل الأطراف، من المصدر إلى الحاملين إلى المستثمرين فيها، كما أنه يوجد أطراف أخرى تسهر على نجاح عملية التصكيك مثل هيئة الرقابة الشرعية، ووكيل الإصدار، والشركة ذات الغرض الخاص بالإضافة إلى أطراف مساعدة مثل شركة التصنيف الائتماني و جهة تحصيل محفظة الصكوك وغيرها كما تخضع عملية تنظيم إصدار الصكوك إلى عدة خطوات و مراحل، تبدأ بإعداد التصور و الهيكل التنظيمي إلى إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص "إدارة محفظة الصكوك"، بعدها تأتي مرحلة طرح الصكوك للاكتتاب و تسويقها و التعهد بتغطيتها، و تنتهي بإطفاء الصكوك بإعادتها إلى مصدرها.

و خلال هذا الفصل توصلنا كذلك إلى أن للصكوك الإسلامية أهمية و دوراً اقتصادياً و تمويلياً فعالاً على المستوى الجزئي و الكلي، و كونها تتسم ببعض المخاطر و التي غالباً ما تتعلق بتقلبات السوق فهذا من طبيعة الاستثمار، كما أن اجتهاد العلماء جعلهم يتوصلون إلى ضمانات موافقة للشريعة الإسلامية لضمان حقوق كل الأطراف، من شأنها أن تخفف من هذه المخاطر.

الفصل الثالث:

دور الصكوك الاسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري

دراسة حالة ميناء الحمدانية بشرشال

"تجربة ماليزيا نموذجا"

تمهيد:

يعد الاقتصاد الماليزي من أقوى النظم الاقتصادية في جنوب شرق آسيا ، فقد حققت قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي حيث تحولت من دولة تعتمد على تصدير المواد الخام كالنفط و المطاط إلى دولة صناعية، كما أنها تعتبر رائدة في مجال المالية و الخدمات و السياحية و غيرها و ما جعل تجربتها تختلف عن غيرها هو اعتمادها على المالية الاسلامية فمنذ بداية التسعينات عملت جاهدة على تطوير و تكييف الصناعة الاسلامية لتواكب احتياجات التطور الاقتصادي فهي بمثابة قطب للمالية الاسلامية خاصة في مجال الصكوك الاسلامية، حيث تعتبر الأولى عالميا في هذا المجال سواء من حيث حجم الاصدارات أو قيمتها أو الغاية التي أصدرت من أجلها فالصكوك الاسلامية أصبحت تلعب دورا فعالا في تمويل المشاريع و الاستثمارات الماليزية سواء الحكومية منها أو الخاصة كما استقطاب رؤوس الأموال المحلية منها و الأجنبية.

و كنتيجة للأزمة الحالية التي تواجهها الجزائر بسبب انهيار أسعار البترول منذ بداية 2014، و ما تبعها من إجراءات من تخفيض نفقاتها، فإنه أمام الجزائر تحدي حقيقي في تمويل مشاريعها خاصة الهيكلية منها نظرا لضخامة ميزانيتها، حيث نصح العديد من الخبراء بالتوسل بالصكوك كحل للأزمة الحالية، حيث اقترح بنك السلام- الجزائر إصدار صكوك حكومية لتمويل مشروع ميناء الحمداية بشرشال و الذي قدرت ميزانيته بحوالي 3.3 مليار دولار.

و سنناقش في هذا الفصل دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشاريع الاقتصادية لكل قطاع و مساهمته في بعض المؤشرات الاقتصادية كالناتج الوطني الخام، و أثرها في السوق المالية الماليزية و إذا ما كانت الصكوك تشكل فرصة لتمويل الاقتصاد الجزائري.

المبحث الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي

يتضمن ها المبحث عرضا وصفا و تحليلا للتجربة الماليزية مع الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

1- نبذة عن سوق رأس المال الماليزية الإسلامية:

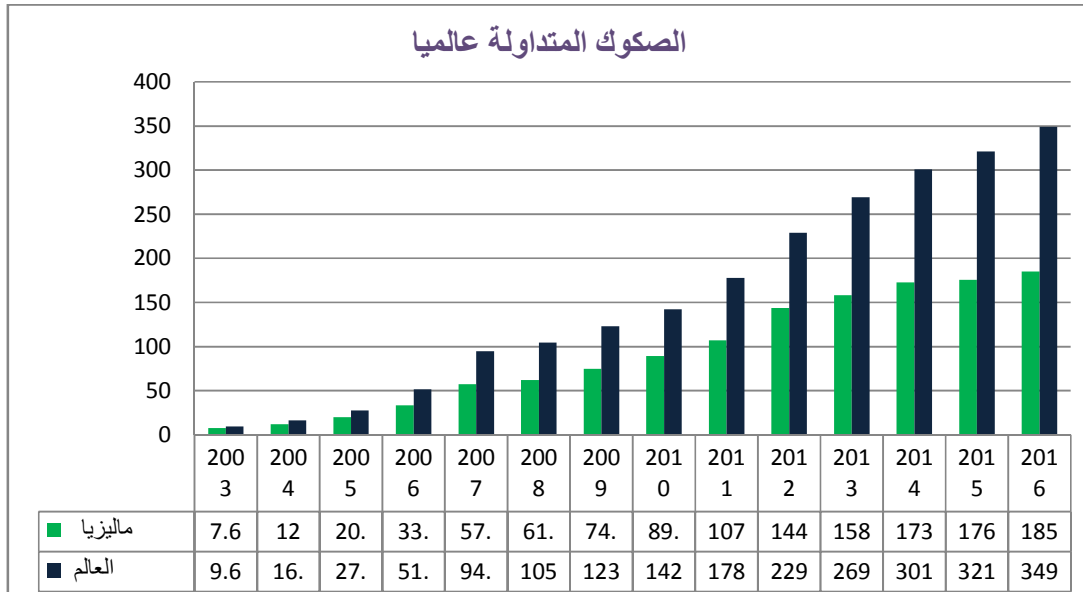
تعود نشأة سوق رأس المال الإسلامية الماليزية إلى بداية التسعينات من القرن الماضي، و هذا نتيجة لقيام شركة Shell Mds Sdn Bhd بإصدار و طرح الصكوك للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، لتتبعه العديد من الإصدارات التي تتمثل في أدوات مالية أخرى موافقة للشرعية الإسلامية مما أدى إلى تطوير و توسيع التعامل بالأدوات المالية الإسلامية في السوق الماليزية.

و قد شهدت سوق الأوراق الماليزية المالية تطورا ملحوظا خاصة بعد تأسيس هيئة الأوراق المالية واعتماد السلطات الماليزية خططا رئيسية لتطوير البورصة منذ فيفري 2001 و تسطير أهداف هذه الخطط و تتمثل أهم هذه الخطط في:

- جعل سوق الاوراق المالية الماليزية مركزا لتمويل و تطوير الشركات المحلية.
- إيجاد بيئة استثمارية مثلى للمستثمرين و خلق موقع تنافسي لمؤسسات السوق.
- تطوير خدمات الوساطة و تقوية انظمة الرقابة.
- اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق الاوراق المالية الإسلامية.

2 تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا و العالم خلال الفترة (2003-2016) :

الشكل(01-03): الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا مقارنة بالعالم (الوحدة USD bln).



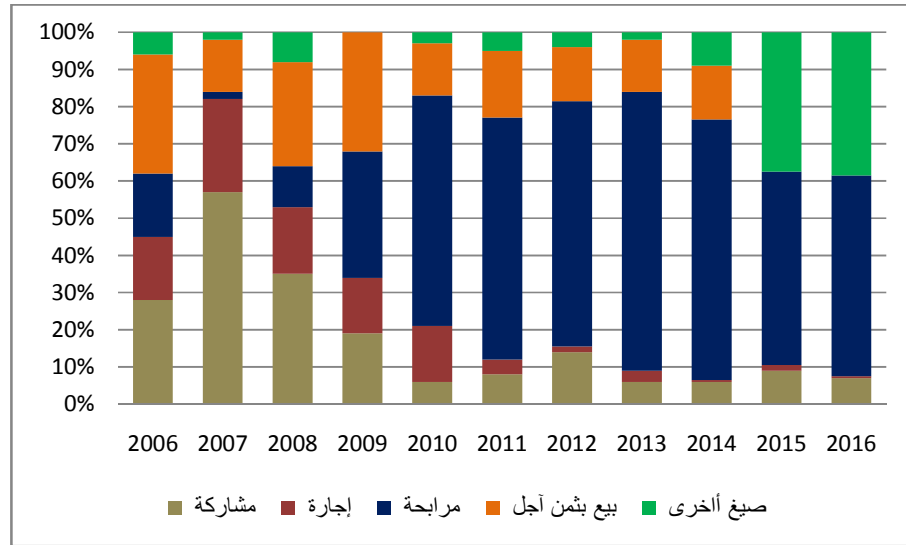
المصدر:

<http://www.mifc.com/> 13/05/2018.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الصكوك الإسلامية المتداولة في العالم و ماليزيا قد عرفت ارتفاعا مستمرا منذ 2003 إلى غاية 2016، و خلال كل هذه الفترة شكلت الإصدارات الماليزية أكثر من 50% من الإصدارات العالمية إلا أن نسبة مساهمة ماليزيا من الإصدارات العالمية تتراجع تدريجيا حيث انخفضت بحوالي 20% منذ سنة 2003 نتيجة دخول متعاملين جدد.

3 - توزيع الصكوك الإسلامية حسب الصيغ التمويلية:

الشكل (02-03): إصدار الصكوك في ماليزيا حسب الصيغ الشرعية.



المصدر:

- standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets February 2018 p 81.

يوضح الشكل توزيع إصدارات الصكوك في ماليزيا حسب الصيغة خلال الفترة (2006-2016) حيث نلاحظ من خلاله أن ماليزيا اعتمدت بشكل كبير في السنوات الأولى على صكوك المشاركة و البيع بتمن أجل¹ ليقل اعتمادها على المشاركات بشكل تدريجي حيث انخفض التعامل بصكوك

المشاركة من 57% سنة 2007 إلى 7% سنة 2016 و هذا راجع إلى اعتمادها على صكوك المرابحة و التي تشكل ما لا يقل عن 50% من إجمالي الإصدارات منذ سنة 2010.

¹ البيع بتمن أجل هو أن يكون ثمن السلعة فيه مؤجلا بعضه أو كله - سواء زاد ثمن بيعها إلى أجل على ثمن بيعها حالا أم لا.

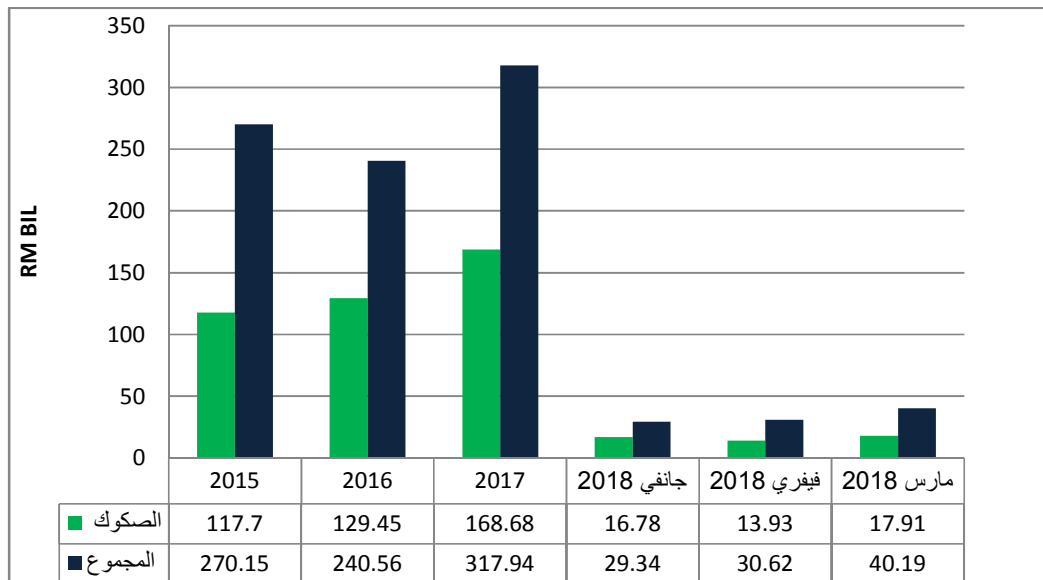
و يفسر اعتماد ماليزيا على صكوك المرابحة إلى تأسيس BSAS سنة 2010 وهي منصة سلعية دولية قادرة على تسهيل المعاملات المالية والاستثمارية الإسلامية القائمة على السلع الأساسية بموجب مبادئ الشريعة و تعتمد في أغلب تعاملاتها على المرابحة.

فبعد إنشاء BSAS، كان هناك ارتفاع في إصدار صكوك المرابحة؛ وقد ظل هذا أحد العقود المفضلة لإصدار الصكوك، كذلك سهولة التنفيذ و اختيار الجهات المصدرة.

4- التمويل بالصكوك الإسلامية و السندات التقليدية في ماليزيا:

1.4 إصدار الصكوك و السندات في ماليزيا (2015- 1Q 2018)

الشكل (03-03): إصدار الصكوك و السندات في ماليزيا (2015- 1Q 2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Excel

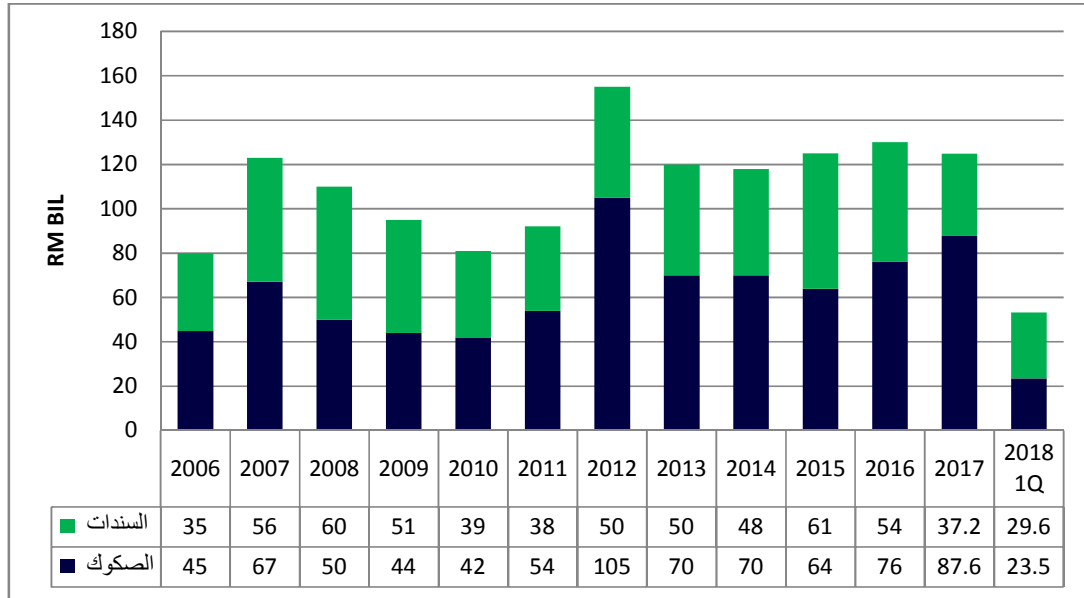
- https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/.../06_icm.pdf 14/05/2018. p3

نلاحظ من خلال الشكل أن إصدارات الصكوك الإسلامية في ارتفاع خلال الفترة 2015 - جانفي 2018 حيث بلغ إصدار الصكوك 57% من مجموع إصدارات ماليزيا في جانفي 2018.

- انخفضت إصدارات الصكوك خلا الشهرين الثاني و الثالث من 2018 مقارنة بشهر جانفي.

2.4- الصكوك المصدرة من طرف القطاع الخاص الماليزي و المتداولة مقابل السندات التقليدية (2006-2014) و 2015 إلى 2018:

الشكل (03-04): إصدارات القطاع الخاص من الصكوك مقارنة بإصدارات السندات في ماليزيا خلال الفترة (2006-2017) (بليون RM).



المصدر:

- COMCEC, The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, February 2018,

-https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/.../06_icm.pdf

نلاحظ من الشكل أعلاه أن إصدارات الصكوك قد بلغت أعلى قيمة سنة 2012 لتتراجع بعد ذلك بشكل تدريجي إلا أنها ما تزال تمثل أغلب إصدارات القطاع الخاص، حيث بلغت إصدارات الصكوك في ماليزيا 70% من إجمالي إصدارات القطاع الخاص من الصكوك والسندات سنة 2017.

و نلاحظ كذلك أن إصدارات القطاع الخاص ارتفعت بشكل ملحوظ سنة 2007، لكنها عرفت تراجعا خلال الفترة الممتدة من 2008-2010؛

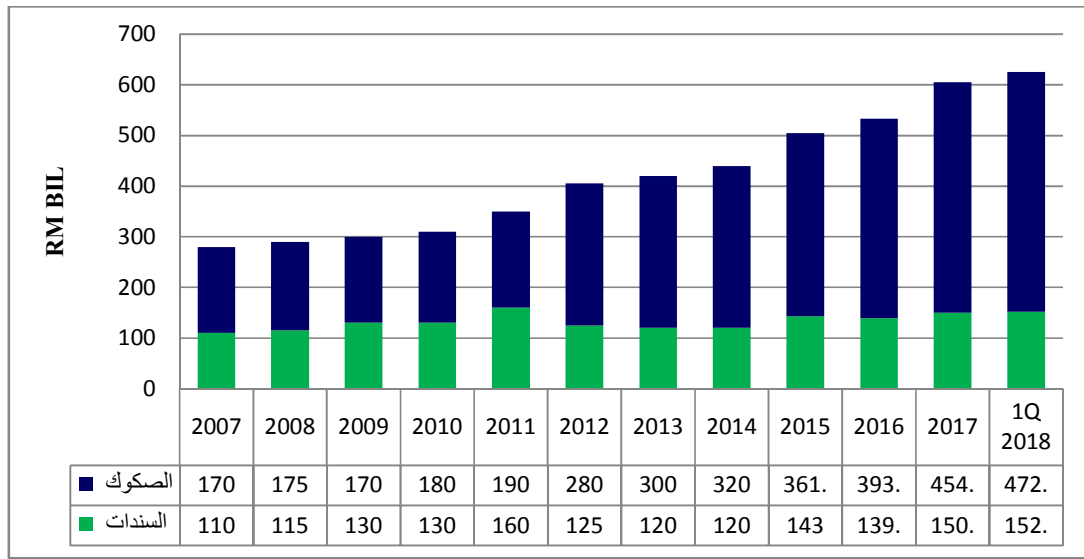
- و يعود انخفاض نسبة الصكوك خلال الفترة 2008-2010 إلى حدوث الأزمة المالية العالمية مما أثر على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، و التي أثرت على ثقة المستثمرين في الأدوات الاستثمارية بما فيها الصكوك الإسلامية، و هو رد فعل طبيعي للركود الاقتصادي الذي مس الاقتصاد العالمي.

- أما الارتفاع الذي شهدته الفترة (2011-2012) فيرجع إلى اعتماد ماليزيا خطة تنموية (Malaysia's Economic Transformation programme) والتي تهدف إلى إصلاح اقتصادي لتحويل البلاد إلى مصاف الدول المتقدمة و التي أدت إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية.

- إن الانخفاض المسجل خلال الفترة 2013-2015 يعود إلى العديد من العوامل أهمها انخفاض الرينجيت، و انخفاض أسعار المحروقات و قرار البنك المركزي لتخفيض إصدار الصكوك.

الشكل (03-05): الصكوك المتداولة في ماليزيا مقارنة بالسندات التقليدية (2006- جوان 2017)

(بليون RM)



المصدر:

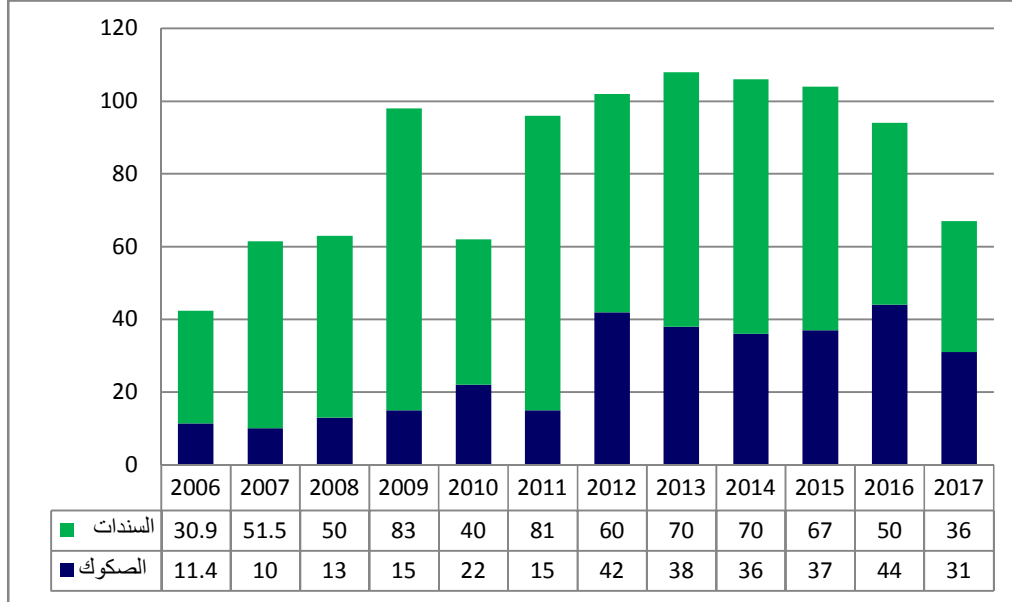
- Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM), <https://www.bpam.com.my/16/05/2018>

- في نهاية جوان 2017 بلغت قيمة الصكوك المتداولة 73% من قيمة السندات المتداولة في القطاع الخاص بعد أن كانت تمثل 49% سنة 2006 و نلاحظ من الشكل () أن توجه القطاع الخاص نحو الاستثمار في الصكوك يزداد كل سنة.

3.4 الصكوك الحكومية المصدرة والمتداولة في ماليزيا مقارنة مع السندات للفترة (2006- جوان 2017):

الشكل(03-06): الإصدارات الحكومية للصكوك والسندات التقليدية في ماليزيا (2006- جوان 2017)

(RM billion)



المصدر:

- Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM), <https://www.bpam.com.my/> 16/05/2018.

لتنمکن ماليزيا من تحقيق غايتها و هي تحويل سوقها المالية إلى سوق مالية إسلامية ICM، قامت ماليزيا بزيادة إصداراتها من الأوراق المالية حيث اعتمدت في السنوات الأولى (2006- 2011) لتمويل استثماراتها على السندات التقليدية، إلا أنها بداية من سنة 2012 بدأت تعتمد بشكل كبير على الصكوك الإسلامية في تمويل استثماراتها حيث نلاحظ من الشكل أعلاه أن إصدار الصكوك الحكومية يفوق 30 بليون رينجيت طيلة الفترة (2012- 2017)، حيث شكلت الصكوك الحكومية 46% من مجموع إصداراتها.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي.

تعد السوق المالية الماليزية أكبر سوق للتمويل الإسلامي، ما مكنها من أن تكون الرائدة في صناعة الصكوك الإسلامية حيث غالبا ما تحتل إصدارتها المركز الأول في عالميا من حيث قيمة الإصدار، وغالبا ما تستعمل تلك الإصدارات لتمويل المشاريع الضخمة كالمطارات والطرق الرئيسية والعقارات وغيرها، وحتى في مجال الصناعات الثقيلة كالمناجم كما أنها شهدت إقبالا من قبل القطاعين العام والخاص.

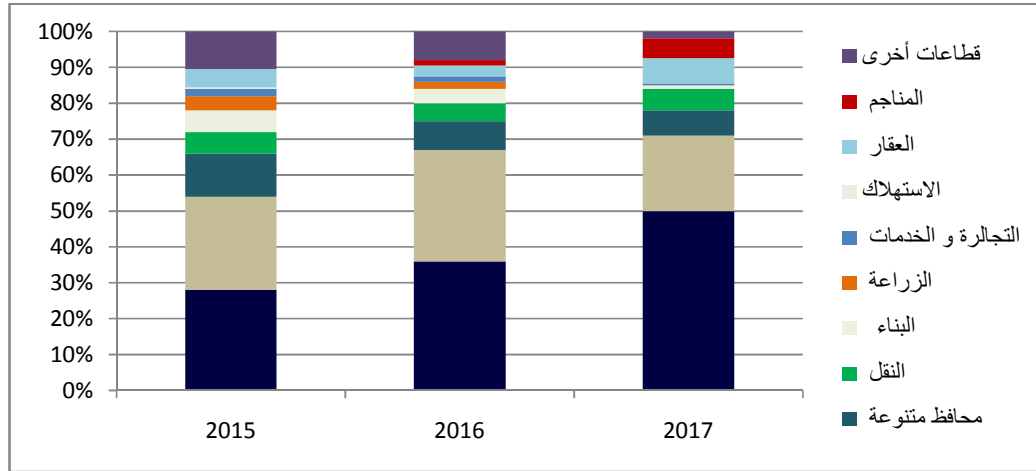
1- الصكوك الإسلامية و تمويل القطاعات الاقتصادية في ماليزيا:

تعتمد ماليزيا بشكل واسع على التمويل بالصكوك ويبدو هذا واضحا من خلال تنوع القطاعات التي لجأت إلى إصدار الصكوك بغرض الحصول على التمويل.

إصدارات القطاع الخاص للصكوك حسب مجال التمويل:

منذ سنة 2000 و القطاع الخاص يشكل محرك النمو الاقتصادي في ماليزيا، خاصة بعد خصخصة قطاع البنية التحتية، حيث شملت إصدارات الصكوك للفترة 2015-2017 أكثر من عشرة قطاعات اقتصادية مهمة كالبنية التحتية و النقل و الزراعة وحتى قطاع المناجم سنة 2016 و 2017.

الشكل (03-07): إصدارات القطاع الخاص للصكوك حسب القطاع الاقتصادي للفترة (2015-2017)

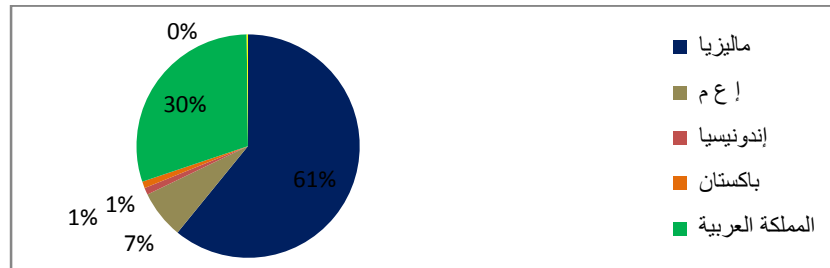


المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EXCEL .

يحتل قطاع الخدمات المصرفية المرتبة الأولى من حيث الإصدارات منذ 2015 حيث بلغ سنة 2017 50% من إصدارات القطاع الخاص في ماليزيا، يليه قطاع البنية التحتية إذ شكل ما لا يقل عن 20% من الإصدارات طيلة الفترة 2015-2017.

كما يعتمد القطاع الخاص في ماليزيا على الصكوك في تمويل مشاريع البناء و الزراعة و التجارة و المناجم.

الشكل (03-08): الصكوك الإسلامية و مشاريع البنية التحتية.



المصدر:

https://ifkr.isra.my/advanced_search?search=sukuk&pub_=library&pub

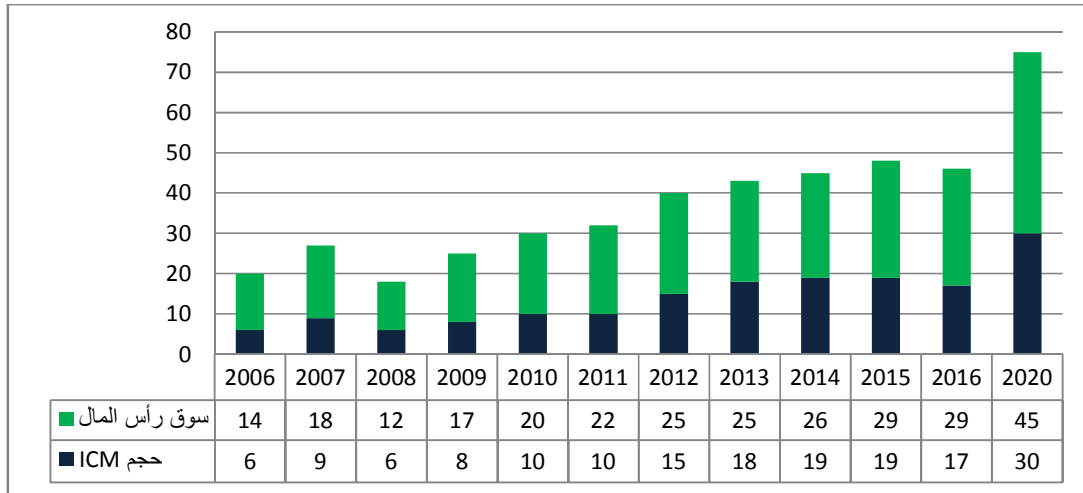
14/052018.

- خلال الفترة الممتدة 2002 و 2015 تم إصدار 73.1 مليار دولار من الصكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية لأكثر من 6 دول.

- و تعود أكبر حصة من الإصدارات إلى ماليزيا بنسبة 61% تليها المملكة العربية بنسبة 30%
 - و تعود هيمنة ماليزيا على الإصدارات العالمية من الصكوك الموجهة لتمويل مشاريع البنية التحتية إلى اعتماد ماليزيا برنامجا تنمويا يدعى Malaysia's Economic Transformation programme و هي خطة تهدف إلى إصلاح اقتصادي لتحويل البلاد إلى مصاف الدول المتقدمة بحلول 2020 سنة من خلال تطوير الإنتاج و استقطاب الاستثمارات الأجنبية و توفير فرص عمل جديدة و مضاعفة الدخل الفردي السنوي إلى من 7 آلاف دولار إلى 15 ألف دولار.

2- دور الصكوك الإسلامية و أهميتها على مستوى سوق الأوراق المالية RM ترليون :

الشكل (03-09): نمو سوق رأس المال الماليزي.



المصدر:

-standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets February 2018 p 94.

نلاحظ من خلال الشكل أن سوق رأس المال في ماليزيا في نمو مستمر طيلة الفترة 2006-2016 بما فيها السوق الإسلامية، ماعدا سنة 2008 و هذا راجع إلى الأزمة العالمية. و تقدر لجنة المعايير أن إجمالي ICM في ماليزيا سوف يرتفع إلى 2.5 تريليون رينجيت أو 670.4 مليار دولار بحلول 2020، و يتم تطوير سوق رأس المال في ماليزيا من خلال التوصيات المحددة في المخطط الرئيسي لسوق رأس المال 1 (2001 - 2010) و المخطط الرئيسي للسوق المالية (2010-2020). و حسب التقرير العالمي لCOMSEC، "دور الصكوك في سوق رأس المال الإسلامية، الصادر في فيفري 2018، "فإن حافز التمويل الإسلامي في ماليزيا و تحقيق الاعتراف العالمي فإنه يرجع بروز إصداراتها من الصكوك و خاصة القطاع الخاص"، و قد ذكرنا سابقا بأن ماليزيا تعمل على تعزيز القطاع الخاص كمحرك للنمو.

الجدول (01-03): حجم سوق رأس المال الماليزي

السنة	الشهر	إجمالي القيمة السوقية لأوراق المالية المدرجة البورصة الماليزية (RM BIL)	السندات و الصكوك المتداولة (RM BIL)	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الماليزي (RM BIL)
2015		1694.78	1124.84	2819.61
2016		1667.37	1172.91	2841.28
2017		1906.84	1291.91	3108.76
2018	جانفي	1960.34	1310.31	3270.65
	فيفري	1941.98	1321.14	3263.12
	مارس	1895.66	1343.66	3239.32

المصدر:

- - https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/.../06_icm.pdf 14/05/2018. p3

تمثل الصكوك و السندات المتداولة في سوق رأس المال الماليزي حوالي نصف الأوراق المالية المتداولة في السوق الماليزي و يفسر هذا باعتماد ماليزيا على الصكوك و السندات لتمويل استثماراتها الحكومية أو استثمارات القطاع الخاص.

الجدول(02-03): سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

السنة	الشهر	القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية (RM BIL)	الصكوك المتداولة (RM BIL)	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية (RM BIL)
2015		1086.20	607.93	1694.13
2016		1039.56	661.08	1691.64
2017		1133.83	759.64	1893.47
2018	جانفي	1632.24	773.04	1935.27
	فيفري	1148.45	781.62	1930.07
	مارس	1126.59	796.67	1923.26

المصدر:

https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/.../06_icm.pdf 14/05/2018. p3

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الرأسمالية للصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في تزايد طيلة الفترة 2015 - مارس 2018 في حين أن قيمة الأوراق المالية الأخرى الموافقة للشريعة انخفضت من 1632.24 في جانفي 2018 إلى 1126.59 بليون رينجيت.

الجدول(03-03): نمو سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

السنة	الشهر	% سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال الماليزي	معدل نمو ICM السنوي	معدل النمو خلال الفصل الأول 2018
2015		60.08%		
2016		59.56%	-0.15%	
2017		59.19%	11.93%	
2018	جانفي	59.17%		2.21%
	فيفري	59.15%		-0.27%
	مارس	59.37%		-0.35%

المصدر:

-- https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/.../06_icm.pdf 14/05/2018. p3

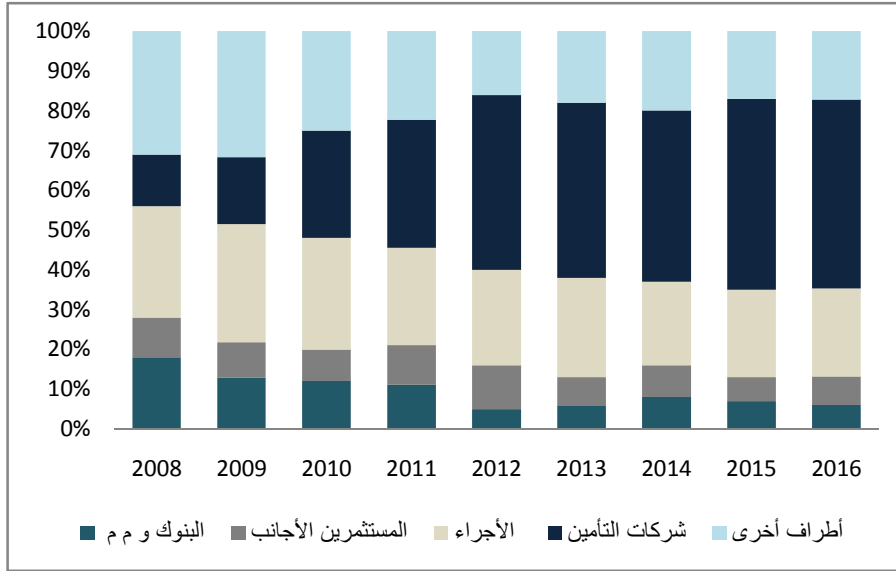
تمثل سنة 2015 أهم سنة ل ICM حيث بلغت حصتها بالنسبة لحجم سوق رأس المال الماليزي 60% نلاحظ من خلال الجدول أن السوق الماليزية ICM شهدت تراجعا طفيفا في معدل النمو منذ سنة 2016.

- تعتمد ماليزيا في تمويل استثماراتها و مشاريعها الحكومية و الخاصة حيث تعود لها الحصة الأوفر في حجم سوق رأس المال الماليزية الإسلامية كما أن قيمة الصكوك المتداولة المتزايدة تغطي انخفاض قيمة الاوراق المالية الأخرى الموافقة للشريعة

- يعود انخفاض معدل نمو سوق رأس المال الإسلامي إلى تراجع قيمة الأوراق المالية الأخرى في السوق.

3- دور الصكوك الإسلامية في استقطاب رؤوس الأموال:

الشكل (10-03): الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب المستثمرين 2008 – 2016



المصدر:

- Bank Negara Malaysia BNM, <http://www.bnm.gov.my/>.

نلاحظ من خلال الشكل أن الإقبال الأجنبي على الصكوك الماليزية في تزايد مستمر %13 سنة 2008 إلى %47 سنة 2016.

4 مساهمة بعض القطاعات الاقتصادية التي يتم تمويلها بالصكوك في الناتج الداخلي:

الجدول(03-04): مساهمة بعض القطاعات في الناتج الداخلي (2015- 2018) (MYR mln)

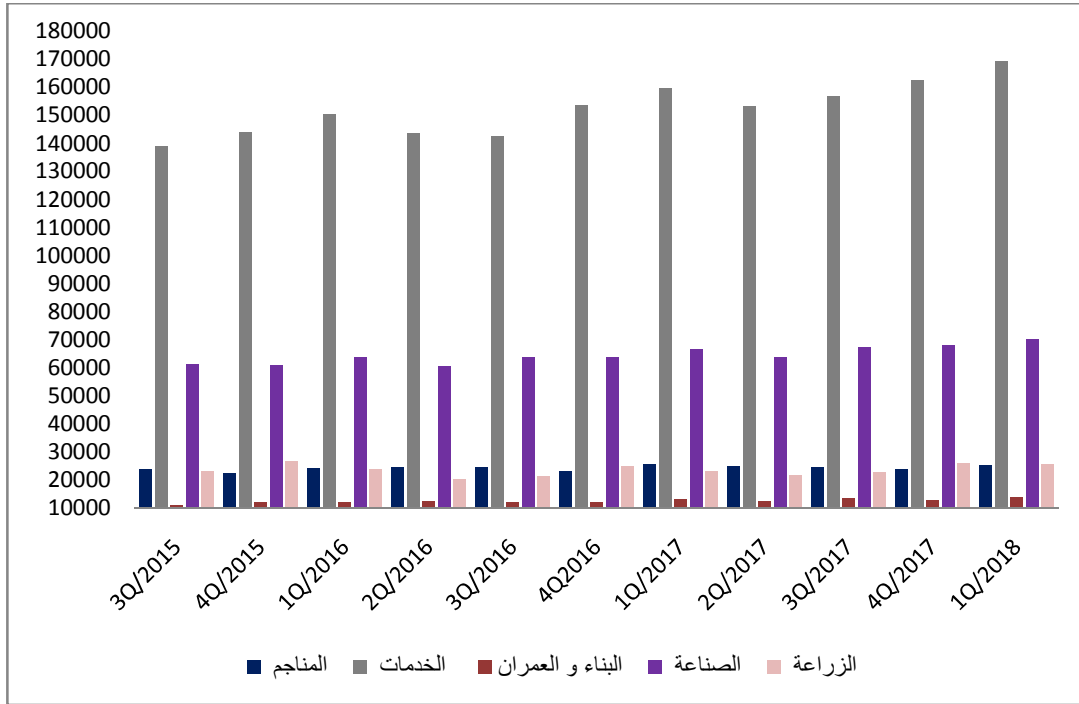
السنة	الزراعة	الصناعة	البناء	الخدمات	المناجم
3Q/2015	23073	61156	10946	139000	23859
4Q/2015	26690	61068	12117	144000	22406
1Q/2016	23714	63641	11997	150500	24244
2Q/2016	20105	60512	12595	143500	24663
3Q/2016	21249	63695	11925	142500	24349
4Q/2016	25039	63663	11925	153500	23032
1Q/2017	23116	66601	13071	159500	25424
2Q/2017	21796	63922	12606	153000	25012
3Q/2017	22511	67505	13431	156550	24365
4Q/2017	26064	68146	12917	162500	23715
1Q/2018	25597	70230	13872	169000	25343

المصدر:

-TRADING ECONOMICS. Department of statistics Malaysia.

<https://tradingeconomics.com/malaysia/gdp> , 26/05/ 2018

الشكل(11-03): مساهمة أهم القطاعات الاقتصادية التي تلجأ إلى الصكوك في تمويلها في الناتج الداخلي الخام. (2015-2018).



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول (03-04)

نلاحظ من الشكل أن الحصة الأوفر في المساهمة في الناتج الداخلي الخام لماليزيا ترجع إلى قطاع الخدمات و الذي تفوق مساهمته منذ سنة 2015 130000 مليون رينجيت يليه قطاع الصناعة ثم المناجم .

و يشكل قطاع الخدمات أكبر قطاع إصدارا للصكوك في ماليزيا.

5 بعض أهم إصدارات ماليزيا لتمويل مشاريع البنية التحتية:

الجدول(03-05): إصدار لتمويل مشروع الطريق السريع

INFRASTRUCTURE SUKUK – HIGHWAY		
المصدر	Projek Lbuhraya Utara-selection Berhad	- ولد هذا الإصدار اهتماما كبيرا خاصة بحجم الإصدار
حجم الإصدار	30.4 MYR Bln	
القطاع	النقل	
العائد	3.9%-5.75%	-أول إصدار يصدر بالرينجيت الماليزي.
الصيغة	مشاركة	- الصكوك في هذا الإصدار مضمونة من الحكومة الماليزية.
المدة	5-25 سنة	
القانون المنظم	القانون الماليزي	
الهدف من الإصدار	تمويل عملية بناء الطريق السريع	

المصدر:

-ROLE OF ISLAMIC FINANCE IN INFRASTRUCTURE FINANCING, Nik Mohamed Din Nik Musa ,Bank Negara Malaysia Kuala Lumpur 24 November 2015

الجدول(03-06): الإصدار الأول والثاني لتمويل مشروع النقل السريع

INFRASTRUCTURE SUKUK – MASS RAPID TRANSIT		
- أول صكوك العالم مدرجة في بورصة ماليزيا للمستثمرين الأفراد	Dana Infra National Berhard	المصدر
	MYR8000 million	حجم الإصدار 1
- تمت تغطية الإصدار الأول من ETBS (Exchange Traded Bonds and Sukuk)	النقل	القطاع
	50 سنة	المدة
- هو ضمن المخطط الرئيسي لسوق رأس المال . 2	MYR 300million	حجم الإصدار 2
	10 سنوات	المدة

المصدر:

- ROLE OF ISLAMIC FINANCE IN INFRASTRUCTURE FINANCING, Nik Mohamed Din Nik Musa ,Bank Negara Malaysia Kuala Lumpur 24 November 2015

المبحث الثاني: التعريف مؤسسة بنك السلام –الجزائر.

يتضمن هذا المبحث عرضا شاملا من حيث نشأتها و مهامها و أهدافها لمؤسسة بنك السلام المقترحة لعملية إصدار الصكوك من أجل تمويل بناء ميناء الحمادية بشرشال.

المطلب الأول: بنك السلام- الجزائر تعريفه و نشأته.

1نشأة و تطور بنك السلام بالجزائر:

مصرف السلام-الجزائر ، تأسس في 08 جوان 2006و تمت الموافقة عليه من طرف البنك المركزي في 10 سبتمبر 2008 لينطلق في نشاطه في 20 أكتوبر 2008، باشرت نشاطها برأسمال قدره 7.2 مليار دج، ثم قامت بزيادة رأسمالها ليبلغ 10 مليار دج سنة 2009 نتيجة التغيير الذي قام به البنك المركزي المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك و المؤسسات المالية في الجزائر حسب المادة 08- 04، 03 ديسمبر 2008، و يهدف منذ بداية نشاطه في الجزائر في تقديم خدمات مصرفية إسلامية مبتكرة، كما أنه يعمل وفق إستراتيجية واضحة تتماشى و متطلبات التنمية الاقتصادية في جميع المرافق الحيوية بالجزائر ، من خلال تقديم خدمات مصرفية عصرية، بغية تلبية حاجيات السوق ، و المتعاملين ، و المستثمرين ، و تضبط معاملاته هيئة تتكون من كبار العلماء في الشريعة و الاقتصاد.

تتمثل قيمه في التميز فهو كبنك يتبنى التميز كثقافة جماعية و فردية ويسعى لتحقيقها بأعلى المعايير في كل ما يقوم به من أعمال، فذلك يعد دافعهم لتحقيق أهدافهم.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لبنك السلام و أعضاء مجلس الإدارة

1- مجلس الإدارة:

الجدول(03-07): أعضاء إدارة بنك السلام –الجزائر

الإدارة		
الإدارة العامة	المدير العام	ناصر حيدر
الإدارة العامة	نائب المدير	عبد الرحمن بن الحفصي
إدارة العمليات التجارية	رئيس قطاع النشاط التجاري	سفيان حبايلي
إدارة الموارد البشرية	مدير التدقيق الداخلي	عبد الكريم تيغمونين
إدارة التدقيق الداخلي	مدير التدقيق الداخلي	محمد مجبر
إدارة الرقابة المالية	مدير الرقابة المالية	سمير رزق
إدارة الخزينة و العمليات المالية	مدير الخزينة و العمليات المالية	سفيان عزوق
إدارة الرقابة الشرعية	المراقب الشرعي للمصرف	محمد هشام القاسمي
فرع دالي إبراهيم	مدير فرع دالي إبراهيم	شوقي بن عباس

المصدر

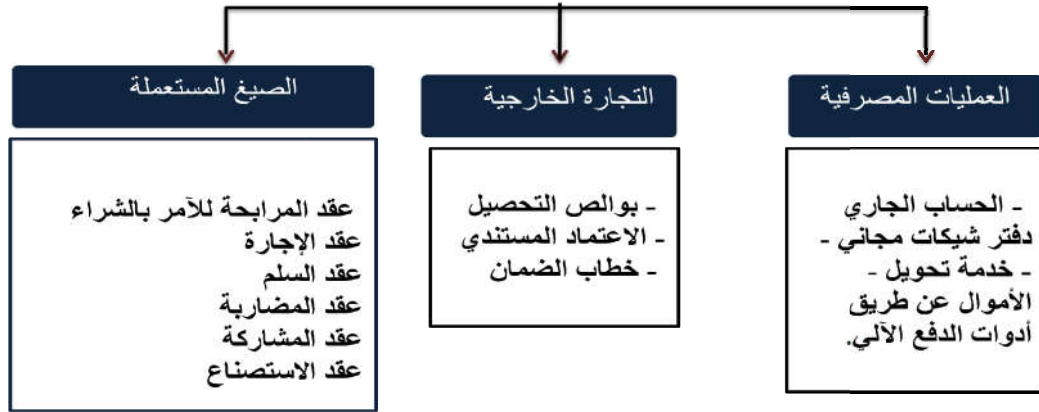
المطلب الثالث: مهام بنك السلام- الجزائر

1 - بنك السلام لخدمة الشركات:

يقدم بنك السلام لزبائنه من المؤسسات مجموعة واسعة من المنتجات و الخدمات التي تمكنهم من مواجهة التحدي الكبير والتغيير الاقتصادي، كما تمكنهم من تمويل مشروعاتهم و استغلالهم حيث تقدم صيغا تمويلية موافقة للشريعة، كما تلتزم أيضا بتمويل عمليات التجارة الخارجية لزبائنها.

و يقترح بنك السلام- الجزائر مجموعة منتجات مما صاغته الصيرفة المعاصرة على زبائنه من الشركات:

الشكل(03-13): الخدمات المتاحة للشركات وصيغ تمويلها.



المصدر:

2 بنك السلام لخدمة الأفراد:

يقدم البنك حسابات استثمار خلال فترات زمنية مختلفة و بمبالغ متباينة و بعائد يدفع كل 3 أشهر، و تتمثل المنتجات المتاحة للأفراد في:

الشكل (03-14): الخدمات المتاحة للأفراد.



المصدر:

<http://www.alsalamalgeria.com/?path=catalogue.produits.famille.4#>

المبحث الثالث: دور الصكوك الاسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري

المطلب الاول: الصكوك الاسلامية فرصة تمويل للجزائر

1- ضرورة تنويع الاقتصاد الجزائري:

حسب FMI : «منذ سنة 2002 (عندما بدأت أسعار البترول بالارتفاع) إلى غاية 2014 (عندما بدأت أسعار البترول بالانهيار) شكلت المحروقات ما يقارب 98% من صادرات الجزائر ، 69% من مداخيلها، و 36% من الناتج الداخلي الخام، ما مكن السلطات من إنجاز المشاريع خاصة "السكنات الاجتماعية" و فتح مناصب شغل، رفع الأجور و غيرها، حيث هيمن القطاع العام على الاقتصاد من خلال العديد من المؤسسات العامة التي غالبا ما تكون مؤسسات كبيرة، كمؤسسات الطاقة و البنوك و التي تشكل 87% من مجموع أصول البنوك في الجزائر، ومع انخفاض أسعار البترول أجبرت الضغوطات

المالية الجزائر خفض نفقاتها بـ 14 % سنة 2017، بعد أن قامت بتخفيضها بـ 9% سنة 2016 ، كما أن احتياطات الصرف قد انخفضت من 178 مليار دولار سنة 2014 إلى 114 مليار دولار سنة 2016².

و عليه فإن على الجزائر تنويع اقتصادها و العثور على موارد جديدة للتنمية قادرة على خلق الثروة و مناصب الشغل من أجل مجتمع فتي ينمو بوتيرة متزايدة، "و قد أكد الوزير الاول في هذا الصدد خلال جلسة للرد على مداخلات النواب حول مخطط عمل الحكومة، بأن التمويل الإسلامي سيكون أحد الوسائل التي ستلجأ إليها الجزائر للحد من الأزمة الحالية و أشار بأنها ستكون الأفضل لاستقطاب رؤوس الأموال الخارجة عن القنوات الرسمية، و أضاف بأن مشروع قانون المالية 2018 سيتضمن إدراجا للصكوك الإسلامية في خزينة الدولة، كما أنه سيتم نهاية 2017 إدخال نمط التمويل الإسلامي في الميدان المصرفي بالنسبة لبنكين عموميين مقابل 4 بنوك عمومية سنة 2018"³.

المطلب الثاني: اقتراح بنك السلام تمويل ميناء الحمداية بالصكوك الإسلامية.

1- تنظيم عملية الإصدار

يمثل ميناء الحمداية بشر شال فرصة لانتعاش الاقتصاد الجزائري و خلق مناصب العمل، إلا أن ميزانيته الضخمة المقدرة بـ 3.3 مليار دولار تشكل تحديا كبيرا أمام الدولة خاصة مع الأزمة الحالية، وقد قررت تمويله بالشراكة مع الصين و الشكل التالي يوضح كل من مساهمة الدولة و المؤسستين الصينيتين.

² Rapport du FMI 16/127 Algérie Mai 2016.

³ www.radioalgeria.dz, 01/05/2018 a 14:22.

الجدول(03-08): نسبة المساهمة في رأسمال مشروع بناء ميناء شرشال

		المساهمين	المساهمة في رأس المال
مؤسسة هجينة Algéro-Chinoise		المجموعة الوطنية العامة لخدمات الموانئ	51%
		مؤسسة صينية China State Construction Corporation	49%
		China Harbour Engineering Company	

مدة المشروع: 7 سنوات.

مسير المشروع: Shangai Ports Limite

المصدر:

-ALSALAM BANK-ALGERIA, Financement d'un projet de l'Etat par Les Sukuk.

1.1 - صكوك الإجارة الحكومية لتمويل المشروع:

و قد اقترح بنك السلام- الجزائر إصدار صكوك إجارة حكومية لتمويل مشروع بناء الميناء:

- لماذا صكوك الإجارة؟

تمثل صكوك الإجارة قيم متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة يتم إصدارها على صيغة عقد الإجارة تمثل حصة في أصول حكومية مؤجرة متفق عليها مسبقا بين الأطراف المختلفة و المحددة في نشرة الإصدار. اختار بنك السلام الجزائر صكوك إجارة المنافع كأداة لتمويل المشروع، و أن تكون إجارة منتهية بالتملك.

و تم اختيار صكوك الإجارة لأنها⁴:

- قابلة للتداول؛
- قليلة المخاطر؛
- لا تمثل مديونية على الخزينة فلا حاجة لإطفائها؛
- تستخدم في تمويل المشاريع الكبرى؛
- تصدر لأجل متوسط أو طويلة "حسب طبيعة المشروع"؛
- يمكن استخدامها من قبل البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة مثلها مثل السندات؛
- تمكن الدولة من تملك المشروع في نهاية العقد؛

2.1 آلية الإصدار:

أولاً: تقوم المجموعة الوطنية العامة لخدمات الموائى GNPSP ببيع حصتها في المشروع أو الجزء الذي عجزت عن تمويله لمحفظه صكوك الاجارة المملوكة للشركة ذات الغرض الخاص SPV، و في حالة الجزائر لا يوجد مثل هذه الشركات إذن تتولى بورصة الجزائر عملية الإصدار؛

ثانياً: تقوم بورصة الجزائر بإعداد نشرة إصدار متضمنة جميع المعلومات الهامة والضرورية للمستثمرين و تقديم نسخة إلى هيئة الأوراق المالية La COSOB؛

ثالثاً: تقوم بورصة الجزائر بإنشاء محفظة صكوك و إصدار صكوك الإجارة بقيمة الأصول المشتراة "حصة الجزائر في المشروع " ثم تقوم بطرح الصكوك للاكتتاب.

- المستثمرين:

إن هذا الإصدار و باعتباره الاول في الجزائر سيكون موجها للبنوك و المؤسسات المالية فقط

- يقوم المستثمرون بالاكتتاب في الصكوك و تؤول ملكية الأصول للمستثمرين "حملة الصكوك"

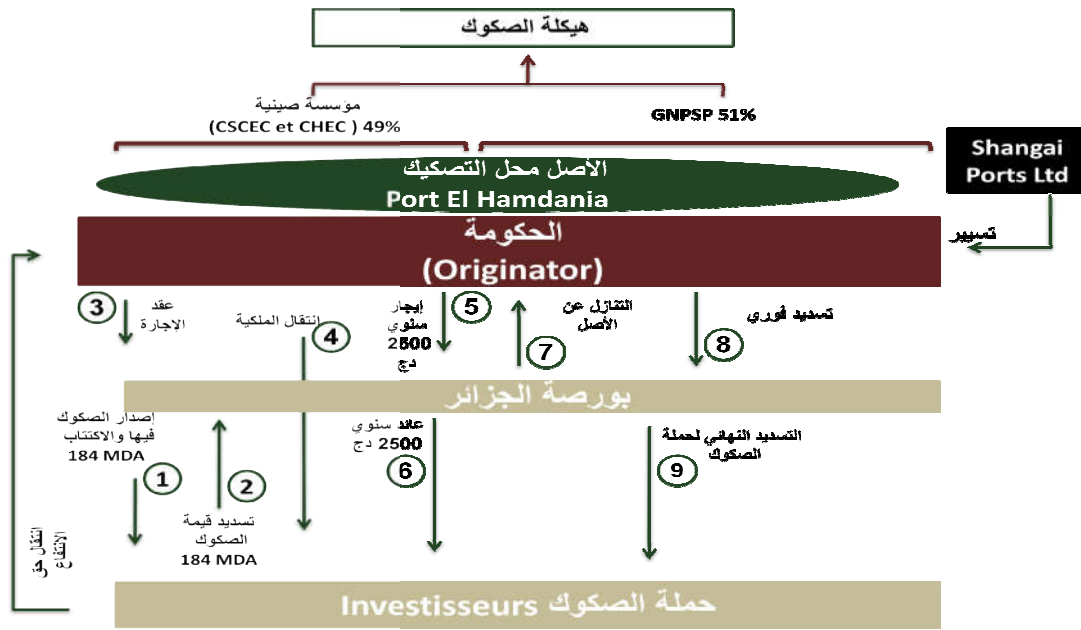
⁴ عبد القوي ردمان محمد عثمان "بنك التضامن الإسلامي الدولي –اليمن-البحرين 2009م"، الصكوك الاسلامية و إدارة السيولة، بحث مقدم ضمن المؤتمر الرابع للمصارف و المؤسسات المالية الاسلامية دمشق-سوريا- جوان- 2009م ص 25.

رابعا: يقوم الحكومة الجزائرية باستئجار الميناء من المالكين الجدد (حملة الصكوك) بعائد تأجيري وبموجب عقد إجارة لمدة 5 سنوات مقابل إيجار سنوي قدره 2 500 DZD للصك؛

خامسا: عند بلوغ أجل استحقاق الصكوك أي في نهاية السنة الخامسة يقوم المستثمرون ببيع الصكوك للحكومة الجزائرية لتنتقل إليها ملكية الحصة من المشروع "نسبة 51% التي تمثل حصة الجزائر".

3- هيكلية الصكوك المقترحة "صكوك إجارة المنافع الحكومية:

الشكل (03-15): هيكلية صكوك الاجارة



المصدر:

من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مراجع.

2 - معوقات إصدار الصكوك في الجزائر:

1.2 غياب الإطار القانوني:

يشكل غياب إطار قانوني و تشريعي ينظم العمل بالصكوك الاسلامية في الجزائر أكبر عائق أمامها لانتهاج الصكوك الاسلامية ذلك أن قانون النقد و القرض لم يتضمن أحكاما تراعي الضوابط الشرعية

للصيرفة الإسلامية و خاصة الصكوك و كذلك من الناحية الجبائية التي لها صلة مباشرة بالعمل المصرفي و المالي.

- **قانون النقد و القرض:** غياب تام لعقود التمويل الإسلامي لأن كل نوع من الصكوك الإسلامية يصدر وفق عقد من تلك العقود.

- **بورصة الجزائر:** رفضت لجنة تنظيم و مراقبة عمل البورصة إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى (السندات الإسلامية) فضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية و هذا لأنه لا يوجد سند قانوني يجيز ذلك.

3.1 **القانون التجاري:** القيم المنقولة التي يمكن لشركات الأسهم إصدارها حسب القانون التجاري الجزائري هي أسهم أو شهادات استثمار تمثل ملكية في رأس مال الشركة أو سندات استحقاق أما الصكوك فتتمثل حقوق ملكية متساوية القيمة مؤقتة كما أنها لا تخول لصاحبها حق المشاركة في إدارة الشركة و التصويت وغيرها من الحقوق التي تمنحها الأسهم لحاملتها و عليه لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار .

خلاصة الفصل الثالث:

تناول هذا الفصل الدراسة التطبيقية لدور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد المالي، حيث تم عرض التجربة الماليزية مع الصكوك الإسلامية و التي بدأت سنة 1990 لتتطور بعد ذلك كما و نوعا، فقد أصبحت تشكل أهم الأدوات المتداولة في السوق المالية الماليزية.

و قد تم في هذا الفصل عرض و تحليل مكانة ماليزيا العالمية في التعامل بالصكوك إصدارا و تداولا من حيث حجم الإصدار، الجهات المصدرة، نوع الصكوك الأكثر إصدارا و غيرها، حيث تصدرت ماليزيا الإصدارات العالمية منذ 2003 أما بالنسبة للصيغ الأكثر إصدارا فهي المرابحة و هذا راجع لسهولة التنفيذ بالإضافة إلى لمنصة السلعية الماليزية BSAS و التي تعمل على تسهيل المعاملات المالية والاستثمارية الإسلامية القائمة على السلع الأساسية معتمدة على المرابحة في أغلب تعاملاتها

و خلال سنوات قليلة تمكنت ماليزيا من تكثيف الصكوك الإسلامية لتتلاءم مع المشاريع الضخمة حيث تصدر ماليزيا و حدها ما لا يقل عن 61% من الصكوك التي تصدر من أجل تمويل المشاريع الهيكلية.

و بالنسبة للمجالات الاقتصادية التي تتوسل بالصكوك في تمويلها فهي أكثر من عشرة من أهم القطاعات كالصناعة و البناء و الزراعة و المناجم و تعود أكبر حصة للخدمات المصرفية و مشاريع الهيكلية.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لإصدار الصكوك على سوق رؤوس الأموال الماليزية حيث تعود لها الحصة الأوفر في الإصدارات و التداول بعض أهم المؤشرات الاقتصادية كالناتج الداخلي الخام كما أنها ساهمت في تخفيض معدل البطالة و استقطاب رؤوس الأموال.

و في نهاية هذا الفصل فرضية تشكيل الصكوك فرصة لتمول الاقتصاد الجزائري و عرضنا اقتراح بنك السلام- الجزائر لتمويل ميناء الحمدانية بالصكوك و الذي تم رفضه و هذا لأن الصكوك الإسلامية تتطلب بيئة قانونية و اقتصادية و شرعية و جبائية خاصة، و التي لا تتوفر عليها الجزائر فحتى لو أصدرت صكوكا فإنها ستواجه صعوبة في تنظيم عملية الإصدار و التداول خاصة من الناحية القانونية.

الخاتمة

الخاتمة

إن النجاح الذي حققته الصناعة المالية الإسلامية في بعض دول شرق آسيا و الشرق الأوسط رسم لها آفاقا واسعة ليس في الدول المسلمة فحسب و لكن في العالم ككل، فهي لم تعد أسلوبا تمويليا يراعي مبادئ عقائدية فحسب بل أصبحت بديلا متكاملا مستقلا عن النظام الكلاسيكي يوفر أدواته الخاصة بل إن بعض الدول توصلت إلى تأسيس سوق مالية إسلامية كماليزيا.

و تعتبر الصكوك الإسلامية أحد أنجح و أحدث أدوات الهندسة المالية الإسلامية كما أنها تصدر وفق أنواع عديدة كما تتميز بتلاؤمها مع الغاية من إصدارها و خضوعها إلى أحكام و ضوابط شرعية تجعل منها أكثر أمانا من الأوراق المالية الأخرى و الأكثر إقبالا.

و في ظل الاهتمام الذي حققته الصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة فقد تمحور بحثنا حول دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد، حيث قمنا بوصف و تحليل التجربة الماليزية مع الصكوك كونها الرائدة في هذا المجال من كل الجوانب، و من ثم دراسة إمكانية أن تشكل الصكوك أداة لتمويل الاقتصاد الجزائري بعرض اقتراح بنك السلام لتمويل ميناء الحمدانية بالصكوك.

و بعد التحليل توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

في محاولة لمعرفة ما إذا كان للصكوك دورا هاما في تمويل المشاريع الاقتصادية، تبين أن ماليزيا تعتمد على الصكوك بشكل كبير في تمويل مشاريعها خاصة الهيكلية منها كالبنية التحتية و البناء، النقل، الصناعة.

من خلال الدراسة توصلنا إلى أن الصكوك تشكل أداة فعالة في استقطاب رؤوس الأموال المحلية منها و الأجنبية حيث أن أغلبية المستثمرين في الصكوك إما من الأجانب أو من الأفراد الأجانب

تم عرض و تحليل التجربة الماليزية مع الصكوك لنبيين إذا ما كانت الصكوك تشكل فرصة لتمويل الاقتصاد الوطني، و قد تبين بأن البيئة الاقتصادية و القانونية و حتى الشرعية للجزائر غير مهيأة بعد لتتخذ من الصكوك أداة للتمويل.

و استنادا إلى واقع التجربة الماليزية فإنه لتهيئة البيئة الاقتصادية للجزائر لتتمكن من إصدار الصكوك نتبع الخطوات التالية:

الشكل رقم(03-20): أهم الخطوات لتهيئة الجزائر لإصدار الصكوك



المصدر: من إعداد الطالب.

1.2- التطلعات السياسية:

يجب أن تكون السلطات الجزائرية منفتحة على فكرة تنويع مصادر التمويل بحيث تتوفر دائما طريقة أخرى للتمويل للمستثمر أو لطالب التمويل، لأن الحصول على المصادر الملائمة بالحجم المناسب و في الوقت المناسب و بسهولة يشكل قاعدة نجاح لأي مشروع و بالتالي النهوض بالاقتصاد ككل.

2.2- تهيئة البيئة القانونية و الشرعية

لكي تتمكن الجزائر من إصدار "صكوك إسلامية" أو إدراج الصيرفة الإسلامية ضمن مصادر التمويل فيها فإن عليها وضع إطار قانوني شامل ينظم المعاملات من الناحية القانونية بالإضافة إلى هيئة رقابة شرعية تحرص على صحة هذه المعاملات من الناحية الشرعية.

و قد كشف المدير العام لبورصة الجزائر خلال المؤتمر الصحفي الذي عقد بالبلدية و الذي تناول موضوع "التمويل الإسلامي و انعكاساته على الاقتصاد الوطني" أن بورصة الجزائر قاربت على وضع اللمسات الأخيرة على مشروع إدراج الصكوك الإسلامية في تعاملاتها و الذي سيتم بمجرد الانتهاء من تقديمه أمام

هيئة مراقبة عمليات البورصة لتقدمه هي الأخرى بعد دراسته بتقديمه لوزارة المالية، وضبط الإطار القانوني المنظم لهذا المشروع.

كما أكد رئيس المجلس الإسلامي الأعلى بو عبد الله غلام الله إلى ضرورة الإسراع في تهيئة الأرضية لإصدار الصكوك الإسلامية كما اقترح المجلس إنشاء هيئة شرعية تتعامل مع البنك المركزي فيما يتعلق بالمعاملات المالية كما شجع المجلس الإسلامي على التجاوب مع معايير هيئات الرقابة الشرعية للمصارف الإسلامية و انه على استعداد لمرافقة المصارف بتوجيه شرعي من أجل المساهمة في التنمية الشاملة و ترقية الاستثمار.

كما يجب أن يتضمن القانون التجاري نصوصا قانونية خاصة بالصكوك و هذا لأنها تمنح لحملها حصة شائعة في ملكية أصل أو مشروع إذن هي تختلف عن السندات و لمدة زمنية تتحدد عند الإصدار إذن هي تختلف عن الأسهم.

3.2 تطوير البورصة:

لنتمكن الجزائر من إصدار و تداول الصكوك الإسلامية، فإن عليها امتلاك سوق أوراق مالية نشطة و ذات كفاءة على الصعيدين المحلي و الدولي، و مع وجود 5 شركات فقط مسعرة في البورصة فإنه أمام الجزائر طريق طويل لتسلكه.

المصادر و المراجع

قائمة المراجع

- 1 ابن منظور ،لسان العرب ، دار بيروت للطباعة والنشر.
- 2 محمد بشير عليّة، القاموس الاقتصادي، ط 1، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت 1985،.
- 3 محمد العربي ساكر ، محاضرات في تمويل التنمية الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر 2006 .
- 4 حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 1998.
- 5 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1998،ص 5.
- 6 أحمد السيد كردي، السياسات الائتمانية، بحث مقدم إلى قسم الدراسات العليا، جامعة بنها ، مصر ،43،2009
- 7 منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ط 5، 2003.
- 8 عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية.
- 9Techniques Bancaires, Ecole Supérieure de Commerce.
- 10 منتدى المحاسبين العرب، مصادر التمويل و تكاليفها، تاريخ التصفح 2017/04/11 ، على الساعة 10:23 .
www.acc4arab.com/acc/forumdisplay.php?=62 .
- 11 سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي القاهرة1996،
دار النهار للنشر و التوزيع ط1.
- 12 شوقي بورقبة، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية دراسة مقارنة من حيث المفاهيم، الإجراءات والتكلفة، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن،2013 .
- 11 أحمد شعبان و محمد علي، البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية، دار الفكر الجامعية، مصر 2010.
- 13 سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز نماء للبحوث و الدراسات، بيروت لبنان،2013، ط1 .
- 14قتيبة عبد الرحمن العاني، التمويل و وظائفه في البنوك الإسلامية و التجارية، دار النفائس الطبعة الأولى الأردن 2013 .
- 15أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد ، بحث لنيل شهادة الماجستير، معهد الدعوة الجامعي، 2009. غير منشورة.
- 16 محمد عليش، منح الجليل شرح على مختصر سيد الخليل، دار الفكر بيروت 1989، ج 7 .
- 17 حامد ميرة، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية ،دار الميمان للنشر و التوزيع و بنك البلاد 2008، ط1.
- 18 عبلة لمسلف، الدور الإقتصادي للمشاركة المصرفية دراسة مقارنة، بحث مقدم لنيل شهادة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006
- 19 هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان،2003.

20 أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995 .
21 أحمد السعد دراسة مالية معاصرة، دار الكتاب الثقافي الأردن 2008.

22 Securities commission of Malaysia, "Islamic capital market in Malaysia", 2004, 23
Securities commission of Malaysia, "Understanding the Islamic capital market concept", 2004.

24 زكريا عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن ، 2009.

25 أشرف محمد دوابة ،نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، مصر، 2006 .

26 حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي :ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة" :التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991 .

27 شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير، السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية بحث مقدم لنيا شهادة الدكتوراه ، جامعة سطيف، 2014 .

29مفتاح صالح ، سلطنة مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، جامعة بسكرة، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية العدد13 جوان 2013 .

30 محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008 .

31 مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية

Global Islamic Economics Magazine <https://giem.kantakji.com>

32 يوسف كمال، محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة و المخرج، دار النشر للجامعات المصرية، ط1، 1996،

33مجلس الخدمات المالية الإسلامية ، تقرير الاستقرار لصناعة خدمات التمويل الإسلامي ، 2015.

34 ايست بيزنس ويك إفريقيا، أوغندا تشرع المصارف الإسلامية، 2015.

35 بنك قطر الدولي الإسلامي، CIH لانشاء مصارف في المغرب"، رويترز 24 ديسمبر 2015

36هيئة التمويل الإسلامي AAOIFI، لتجديد المعايير، و توسيع جدول الأعمال رويترز ديسمبر 2015 .

37 [http:// www.mifc.com](http://www.mifc.com), Worlds Islamic Finance Marketplace,

38 التمويل الإسلامي في آسيا :التطوير والآفاق، و تحقيق النمو الشامل بالاعتماد على العروض التي قدمت

خلال ADBمجلس الخدمات المالية الإسلامية- ا لتمويل الإسلامي في آسيا :التطوير والآفاق وتحقيقا لنمو شامل- ا لمائدة المستديرة للمنظمين.

39تطلع اليابان للنمو من ازدهار التمويل الإسلامي"، رويترز 31 مارس 2015 .

40كندا تستعد لتصبح مركزا إقليميا للتمويل الإسلامي"، بوابة الأعمال 6 ديسمبر 2015.

41أخبار التمويل الإسلامي IFN.

43 ابن رجب الحنبلي، القواعد ، مكتبك نزار مصطفى الباز مكة الجزء 1، الطبعة 2، 1999، ص 92.

44 هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية و الإسلامية، المعايير الشرعية، المنامة البحرين، المعيار 17،

ص288.

- 45مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المؤتمر الرابع، جدة 6/11/1988م.
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك و التصكيك و الاستثمارات العقارية ، ماليزيا 2009.
- 47 حمزة بن حسين الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقييم، جامعة الملك عبد العزيز 24 إلى 25/05/2010م.
- 48حامد ميرة صكوك، الحقوق المعنوية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقييم ، جامعة الملك عبد العزيز 24 إلى 25/05/2010م.
- 49صابر محمد الحسين، دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك و اللإدوات المالية الأخرى، بحوث ندوة البركة الواحد و الثلاثين للاقتصاد الإسلامي، 2010م.
- 50 تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، د-محمد بوهراوة ود- وجدي دسوقي الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ماليزيا،ندوة(الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة 2012.
- 51 محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 2013.
- 52 عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010.
- 53بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية، عبد الستار أبو غدة، شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، نقلا عن قرارات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية، ج 2.
- 54 فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة مقدمة لمنندى الصيرفة الإسلامية، بيروت-لبنان، جوان 2008.
- 55 عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة- 24- 26 ماي 2010.
- 56 علاء الدين زعتري، الصكوك، بحث مقدم إلى ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية 18-19 جويلية 2009.
- 57 وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الإستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر:المؤسسات المالية الإسلامية، معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة17/15ماي 2005.
- 58 زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع ط1، عمان ، 2012.
- 59 أختار زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية(التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا الدورة التاسعة عشرة،إمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة 2009.

60 Adam Nathif Jama. Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries. Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p384

61 Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009 p 14-15

62Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Salwa Amirah Awang **Development of Sukuk Ijarah in Malaysia**, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance. Vol. 8 No. 2, Apr - Jun 2012, **p.96**.

63Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February, 2006•p7.

64 Adam Nathif Jama. *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p 385.

65 Shamsher Mohamad Ramadili, Taufiq Hassan, and Adesina-Uthman Ganiyah, Exigency for Sukuk Bonds Financing: Issues and Discussions, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1666103> DATE OF SEE 16/01/2012; - Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, pp:47-48.

65 Dar Al Istithmar, An Introduction to the Underlying Principles and Structure, a global think tank for the Islamic finance industry, june 2006, page 22.

66Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 8; 'Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, pp :59-60.

67Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV, 2009, p.p :.29-30

68 معطي الله خير الدين، شرياق رفيق،الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، ورقة عمل مقدمة في الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي 4 ديسمبر، جامعة قالمة، ص25 252.

69 حمزة بن حسين الشريف،ضمانات الصكوك الإسلامية ، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك لاسلامية عرض و تقييم ، جامعة الملك عبد العزيز جدة ،2010 ، ص 7.

70 <http://www.alsalamalgeria.com/?path=catalogue.produits.famille.4#>

71 www.aps.dz/ar/economie/48020-2017-10-02, vu le 04/05/2018 a 14H.

72 www.radioalgerie.dz/news/ar/article/20171227/129789, vu le 04/05/2018 a 16H.

73 Rapport du FMI 16/127 Algérie Mai 2016.

www.radioalgeria.dz ,01/05/2018 a 14:22. 74

74 رفعت السيد عوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر و الاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي مكة، 29 ديسمبر 2010 .

75 ISRA,., <https://www.isra.my/site-map/search.html?q=sukuk> 12/03/2018.

76 <https://www.zawya.com/mena/en/>

77 <http://www.mifc.com/>

78 Al-Khawarizmi group, *ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf*

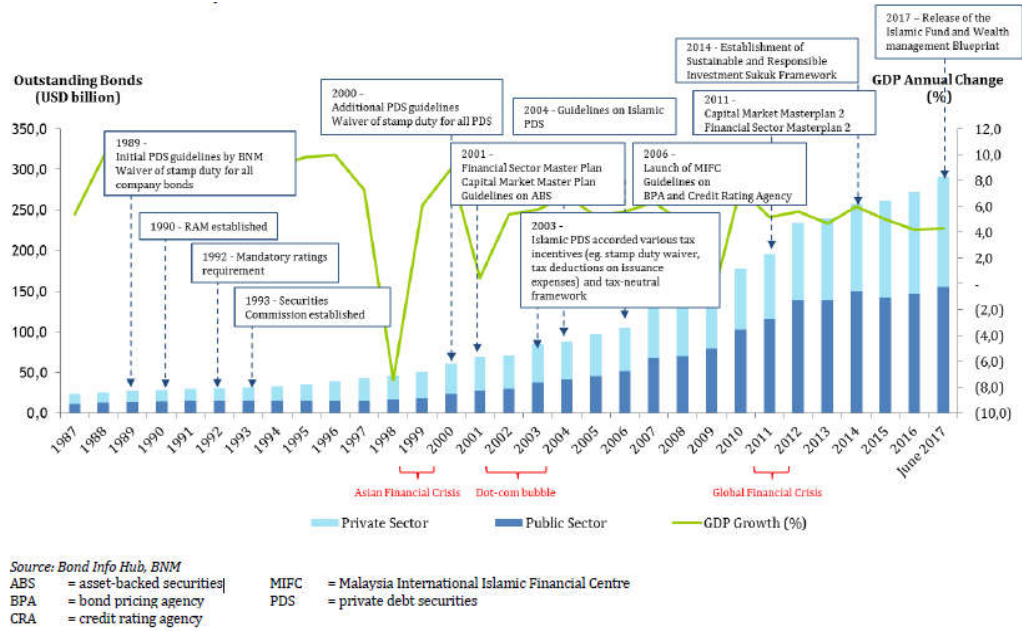
قائمة الملاحق

الملحق 01

Colonne1	مشاركة	إجارة	مرابحة	بيع بثمن أجل	صيغ أخرى
2006	28%	17%	17%	32%	6.00%
2007	57%	25%	2.0%	14%	2.00%
2008	35%	18%	11%	28%	8.00%
2009	19%	15%	34.0%	32%	0.00%
2010	6%	15%	62%	14%	3.00%
2011	8%	4%	65%	18%	5.00%
2012	14%	1.5%	66%	15%	4.00%
2013	6%	3%	75%	14%	2.00%
2014	6%	0.50%	70%	15%	9.00%
2015	9%	1.5%	52%	0.0%	37.50%
2016	7%	0.5%	54.0%	0%	38.50%

المصدر:

standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets February 2018



- Stading committee for economic and commercial cooperation of the organization of Islamic cooperation, The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, February 2018.

السنة	الزراعة	الصناعة	البناء و العمران	الخدمات	المناجم
3Q/2015	23073	61156	10946	139000	23859
4Q/2015	26690	61068	12117	144000	22406
1Q/2016	23714	63641	11997	150500	24244
2Q/2016	20105	60512	12595	143500	24663
3Q/2016	21249	63695	11925	142500	24349
4Q/2016	25039	63663	11925	153500	23032
1Q/2017	23116	66601	13071	159500	25424
2Q/2017	21796	63922	12606	153000	25012
3Q/2017	22511	67505	13431	156550	24365
4Q/2017	26064	68146	12917	162500	23715
1Q/2018	25597	70230	13872	169000	25343

	Données	Montant en DA
Projet	3,3 Milliards USD	361 350 000 000 DZD
Montant de l'émission/ Part du GNPSP	51%	184 288 500 000 DZD
Nombre de Sukuk	-	3 685 770
Valeur unitaire des Sukuk	-	50 000 DZD
Rendement des Sukuk	5%	9 214 425 000 DZD
Rendement par Suk	5%	2 500 DZD
Loyer total annuel (4 Premières années)	1 année	9 214 425 000 DZD
Loyer annuel/Suk	-	2 500 DZD
Loyer de la 5ème année	-	193 502 925 000 DZD
Loyer de la 5ème année/Suk	-	52 500 DZD
Montant total perçu par les souscripteurs	-	230 360 625 000 DZD
Montant perçu contre la souscription d'un Suk		62 500 DZD