

## الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل عجز الخزينة العمومية بالجزائر

### *Islamic sukuk as a tool to finance deficit public treasury of Algeria*

أ- رميته حبيبة

جامعة: العربي بن مهيدي- أم البواقي- الجزائر

email : habibar09@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2017/05/15 تاريخ التعديل: 2017/11/25 تاريخ قبول النشر: 2017/12/01

#### المخلص :

إن ما تعانيه الدول من عجز في موازنتها العمومية يجعلها تبحث بشكل متواصل عن مصادر جديدة تمول من خلالها احتياجاتها التمويلية. ومن مصادر التمويل التي برزت في السنوات الأخيرة نجد الصكوك الإسلامية وهي أدوات تمويلية إسلامية برزت أهميتها بشكل كبير بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث باتت تُستخدم في تمويل شتى المجالات بما فيها العجز الموازني للدول.

وفي ظل السعي الحثيث للجزائر من أجل البحث عن مصادر تمويلية جديدة تغطي بها العجز في خزنتها العمومية؛ اخترنا هذا البحث لنوضح من خلاله مدى إمكانية الاعتماد على الصكوك كأدوات لتمويل العجز ومن ثم نوضح أهمية الدور الذي يمكن أن تؤديه هذه الأدوات.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، التمويل، عجز الخزينة العمومية، صندوق ضبط الإيرادات.

**Abstract:**

*Public budget deficit causes countries to constantly look for new financing sources to fulfill their financial needs. Among these sources are Islamic Sukuk which represent Islamic financing instruments that has emerged in recent years more importantly after the 2008 global financial crisis, and are used to finance various areas including countries' Budget deficit.*

*Amid Algeria's pursuit to find new funding sources in order to cover the Public Treasury deficit; this research has been carried out to clarify the extent possibility of the accreditation on the sukuk as tools to finance the deficit and consequently to the importance of the role that they play.*

**Keywords:** *Islamic sukuk, Finance, The public treasury deficit, Revenue Regulation Fund.*

## مقدمة

ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية منذ ما يقارب الأربعين سنة، وتحديدًا سنة 1978 من خلال دراسة أعدها الدكتور سامي حمود بعنوان "سندات المقارضة"، وقد أخذت هذه الفكرة تُطور تدريجياً إلى أن بدأ تطبيقها في الثمانينات من القرن الماضي. وفي البداية كان العمل بالصكوك الإسلامية متواضعاً جداً حيث استُخدمت في تمويل مشاريع بعض الدول كباكستان والسودان وتركيا، ومع مرور الوقت تنوعت استخدامات الصكوك وأغراضها والمستفيدون منها؛ مما ساعد على انتشارها فلم يعد العمل بها محصوراً على الدول الإسلامية فحسب بل توسع ليشمل العديد من الدول غير الإسلامية كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان. والصكوك منها ما تُصدرها الشركات فتسمى "صكوك شركات" ومنها ما تُصدرها الحكومات فتسمى "صكوك سيادية"، وهذه الأخيرة تستحوذ على أكبر حصة في سوق الصكوك العالمية، وهي تُصدّر لأغراض عدة منها تمويل عجز الموازنة العامة، حيث أثبتت هذه الأدوات التمويلية قدرتها على جذب الموارد المالية التي تحتاجها الدول لسد العجز في موازنتها دون أن تؤدي إلى زيادة معدلات التضخم أو زيادة العجز أو التدخل الأجنبي في الشؤون الداخلية وغيرها من الآثار التي يخلفها الاعتماد على الأساليب

التقليدية في سد العجز الموازني كالسحب من الاحتياطي العام والاقتراض العام بنوعيه الداخلي والخارجي والإصدار النقدي الجديد.

ومع ما أثبتته الصكوك الإسلامية من نجاح في تمويل العجز الموازني للعديد من الدول، وفي ظل معاناة الجزائر من عجز في خزيتها العمومية، فإننا نطرح التساؤل الرئيس التالي:

**إلى أي مدى يمكن للجزائر الاعتماد على الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل العجز في خزيتها العمومية؟**

وللإجابة على هذا التساؤل قمنا بتقسيم هذا البحث إلى محاور رئيسية هي:

**المحور الأول: عجز الخزينة العمومية بالجزائر وسبل تمويله.**

**المحور الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية.**

**المحور الثالث: التجارب الدولية للعمل بالصكوك الإسلامية.**

**المحور الأول: عجز الخزينة العمومية بالجزائر وسبل تمويله**

إن الخزينة العمومية هي هيئة تابعة لوزارة المالية، مهمتها الأساسية تتمثل في تمويل الاستثمارات العمومية المخططة من قبل الدولة؛ حيث تعمل على تحصيل الإيرادات العامة وتوجيهها نحو أوجه الإنفاق المحددة في الميزانية.

وفي حال عدم تغطية الإيرادات المحصلة لكامل النفقات المخططة، يتوجب على الخزينة توفير الموارد المالية اللازمة لتغطية هذا العجز أي توفير التمويل الكافي لخطة الحكومة الإنمائية السنوية وذلك بمختلف الطرق المتاحة لديها.

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

وفي إطار تنفيذ الجزائر لهذه النظرية قامت بوضع ثلاث برامج تنموية أنفقت لتنفيذها مبالغ ضخمة وهذه البرامج هي كالتالي<sup>(1)</sup>:

- برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي (2001-2004): الذي خُصص له غلاف مالي أولي قُدِّرَ بـ 525 مليار دج (أي حوالي 7 ملايين دولار)، لينتقل في نهاية الفترة لحدود 1.216 مليار دج (16مليار دولار)، وذلك بعد إضافة مشاريع عديدة له وإجراء تقييمات لأغلب المشاريع المبرمجة سابقا.

- البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009): وخصص له غلاف مالي أولي قُدِّرَ بـ 8.705 مليار دج (114 مليار دولار)، جزء منه هو عبارة عن اعتمادات البرنامج السابق (1.216 مليار دج).

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

- برنامج دعم النمو الاقتصادي (2010-2014): بالنسبة لهذا البرنامج فقد قدر المبلغ الإجمالي المخصص له بـ 2121 مليار دج (حوالي 286 مليار دولار). جزء منه خُصص لاستكمال المشاريع الموجودة قيد الإنجاز (سكك حديدية وطرق سريعة...) وهذا الجزء هو عبارة عن الاعتمادات الإجمالية الخاصة بالبرنامج السابق (9.680 مليار دج)، أما الجزء المتبقي والمقدر بـ 11534 مليار دج (حوالي 156 مليار دولار) فقد خصص للمشاريع الجديدة.

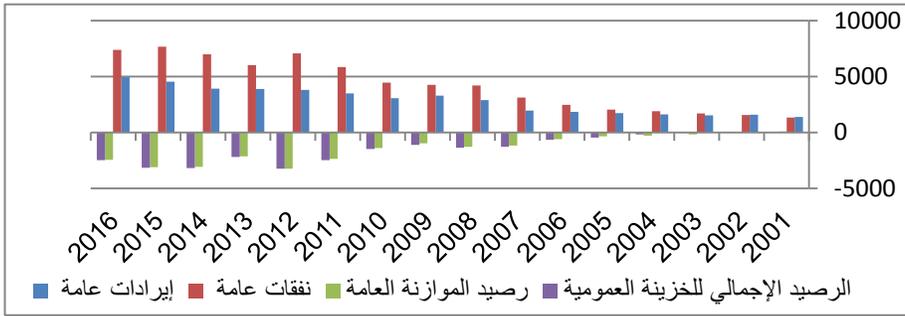
وما ساعد الدولة على التوسع في إنفاقها الاستثماري بهذا الشكل؛ هو تحسن وضعيتها المالية نتيجة ارتفاع عائداتها من الجباية البترولية، ولم تتوقف الحكومة عند التوسع في الانفاق الاستثماري بل وقامت بزيادة نفقات التسيير بشكل كبير خاصة في السنوات الأخيرة، وكان النمو في نفقات التسيير بالدرجة الأولى ناتج عن زيادة الأجر والمرتبات وذلك سعيا من الحكومة لإخماد الاحتجاجات المطالبة برفع القدرة الشرائية.

وقد أدى توسع الحكومة في إنفاقها خلال الفترة (2001 - 2014) إلى إحداث عجز في تمويل الإيرادات لنفقات التجهيز بل ونفقات التسيير أيضا\*، وهذا العجز هو عجز

مقصود من قبل الدولة وليس نتيجة انخفاض إيراداتها، وهو يتماشى مع أفكار النظرية الكينزية التي تدعو إلى ضرورة توسيع تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي حتى على حساب مبدأ توازن الموازنة العامة طالما أن العجز في الموازنة يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي وامتصاص البطالة.

وفي نهاية سنة 2014 بدأت بوادر أزمة انهيار أسعار النفط، ودخلت نتيجتها الجزائر في مرحلة جديدة تختلف عما كانت تعيشه من رخاء مالي في الفترة السابقة وحتى نوضح تطور وضعية الخزينة العمومية خلال فترة تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي 2001-2014 وخلال السنوات التي تلت تلك الفترة والتي تزامنت مع انخفاض أسعار النفط؛ قمنا بإدراج الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): تطور وضعية الخزينة العمومية (2001-2016). الوحدة: مليار



د.ج.

المصدر: موقع المديرية العامة للتوقعات والسياسات، وزارة المالية:

<http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/tresor/srot2014.pdf>, 4/8/2016.

<http://www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-/143/Solde-global-du-Trésor.html>, 18/5/2017.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن رصيد الخزينة العمومية\* سجل عجزا طيلة الفترة (2001-2016) باستثناء سنة 2001 حيث سجل فائضا قدر بـ 55.2 مليار دج. ونفس الأمر ينطبق على الميزانية العامة حيث سجلت هي الأخرى عجزا طيلة الفترة (2001-2016) باستثناء سنتي 2001 و2002 حيث سجلت فائضا قدر على التوالي بـ 68.7 مليار دج و26 مليار دج. كما نلاحظ أن العجز سواء في الخزينة العمومية أو في الموازنة العامة عرف نموا كبيرا، حيث خلال الفترة 2000-2005 كان العجز

منخفض نسبيا ليتوسع مع الانتقال لتطبيق البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي (2005-2009) ويبلغ أقصاه خلال تطبيق برنامج دعم النمو الاقتصادي (2010-2014) حيث بلغ العجز في الخزينة العمومية وفي الموازنة العامة سنة 2012 على التوالي ما مقداره 3246.2 مليار دج، -3254.1 مليار دج وهو ما يعادل 20% و 21% من الناتج المحلي الإجمالي، وفي سنتي 2015 و 2016 لم يختلف الأمر كثيرا وإن كان قد تراجع نوعا ما سنة 2016 .

وقد استخدمت الحكومة عدة مصادر لتمويل العجز سنوئها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): عجز الخزينة العمومية ومصادر تمويله (2001-2016).

الوحدة: مليار دج.

السنوات	رصيد الموازنة العامة	الرصيد الإجمالي للخزينة العمومية	تمويل بنكي	تمويل غير بنكي	اقتراض خارجي صافي	صندوق ضبط الإيرادات* (FRR)	القرض الوطني للنمو الاقتصادي
2001	68.7	55.2	-137	85.3	-110.6	107	-
2002	26	-16.1	58.1	32.8	-74.9	0	-
2003	-164.6	-10.3	31.2	-86	-90.9	156	-
2004	-285.4	-187.3	-287.5	57.7	-53.2	470.3	-
2005	-338	-472.2	118.7	221.3	-115.7	247.8	-
2006	-611.1	-647.3	-76.2	172.6	-158.7	709.6	-
2007	-1159.5	-1282	-275.4	213.7	-110.7	1454.4	-
2008	-1288.6	-1381.2	-346.4	508.1	-4.2	1223.6	-
2009	-971	-1113.8	93.5	655.3	0.7	364.3	-
2010	-1392.3	-1496.5	30.1	674.3	0.5	791.9	-
2011	-2363.8	-2468.8	-19.8	728	-0.8	1761.5	-
2012	-3254.1	-3246.2	51.5	913.5	-2.4	2283.6	-
2013	-2128.8	-2205.9	-165.5	241.1	-2.2	2132.5	-
2014	-3068	-3186	18.7	204.1	-2.4	2965.7	-
2015	8-3103.	-3172.3	152.5	136.6	-3.3	2886.5	-
2016	0.40-24	8-2485.	232.5	205.4	1102.	1387.9	557.8

المصدر: نبيل بوفليح: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية -الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010/2011، ص: 229.

Ministere des finances: Le comportement des principaux indicateurs macroéconomiques et financiers en 2007, avril 2008, p: 16.

Ministere des finances: Le comportement des principaux indicateurs macroéconomiques et financiers en 2008, mai 2009, p: 32.

<https://web.archive.org/web/20121110060010/http://www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-/143/Solde-global-du-Trésor.html>, 11/4/2017.--

<http://www.mf.gov.dz/article/48/Zoom-sur-les-Chiffres-/143/Solde-global-du-Trésor.html>, 18/5/2017.

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

وللوقوف على واقع تمويل صندوق ضبط الإيرادات لعجز الخزينة العمومية باعتباره المصدر التمويلي الأهم في هذه العملية؛ قمنا بإدراج الجدول التالي الذي يوضح استخدامات الصندوق خلال الفترة (2000-2015)\*:

الجدول رقم (1-2): استخدامات صندوق ضبط الإيرادات (2000-2015). الوحدة: مليار

د.ج.

السنوات	سداد الدين العمومي	سداد تسبيقات بنك الجزائر	تمويل عجز الخزينة العمومية	السنوات	سداد الدين العمومي	سداد تسبيقات بنك الجزائر	تمويل عجز الخزينة العمومية
2000	221.10	-	-	2008	465.44	-	758.18
2001	7184.4	-	-	2009	-	-	364.28
2002	170.06	-	-	2010	-	-	791.94
2003	156	-	-	2011	-	-	1761.46
2004	222.7	-	-	2012	-	-	2283.26
2005	4247.8	-	-	2013	-	-	2132.47
2006	618.11	-	91.53	2014	-	-	2965.67
2007	314.46	607.96	531.95	2015	-	-	12886.5

المصدر: موقع المديرية العامة للتوقعات والسياسات، وزارة المالية:

, <http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/frr/frr2014.pdf>  
4/8/2016.  
18/5/2017. <http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/donnees-statistique?id=78>

نلاحظ من خلال بيانات الجدول السابق أن:

- استخدامات صندوق ضبط الإيرادات عرفت نموا كبيرا خلال الفترة من 2000 إلى 2015 حيث أنها تضاعفت بأكثر من 10 مرات.

- استخدامات الصندوق اقتصر منذ إنشائه وإلى غاية سنة 2005 على سداد الدين العمومي، دون المساهمة في تمويل عجز الموازنة العامة، وذلك لأن العجز في الموازنة لم يكن ناتجا عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية كما هو مشروط لتدخل الصندوق في تمويل العجز خلال هذه الفترة- حيث كانت أسعار النفط في هذه الفترة تفوق السعر المرجعي (19 دولار للبرميل).

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

ومن تحليلنا لبيانات الجدولين السابقين؛ نستنتج أن تمويل صندوق ضبط الإيرادات لعجز الخزينة العمومية تم وفقا لطريقتين<sup>(2)</sup>:

**طريقة غير مباشرة:** تشمل الفترة (2000-2005) حيث أدى استخدام الحكومة للدين العام الداخلي (التمويل غير البنكي) في تمويل عجز الموازنة العامة إلى ارتفاع حجم الدين العام الداخلي وهنا يظهر دور صندوق ضبط الإيرادات من خلال مساهمته في تخفيض حجم المديونية العمومية باعتبارها أحد المهام المحددة له، وبالتالي فإن الصندوق ساهم بطريقة غير مباشرة في تمويل عجز الموازنة العامة مع الحفاظ على معدلات تضخم متدنية.

**طريقة مباشرة:** تشمل الفترة من (2006-2015) عن طريق مساهمته المباشرة في تمويل نسبة معينة من عجز الموازنة العامة.

وللتعرف على تطور وضعية الصندوق في ظل هذا الاستعمال المتزايد لموارده في تمويل عجز الموازنة سندرج الجدول التالي:

## الجدول رقم (1-3): تطور وضعية صندوق ضبط الإيرادات (2000-2015).

الوحدة: مليار دج.

السنوات	الموارد			مجموع الموارد	مجموع الاستخدامات	رصيد الصندوق بعد الاقطاع
	رصيد السنة السابقة	فائض قيمة الجباية البتروولية	تسبيقات بنك الجزائر			
2000		453.2	0	453.2	221.1	232.1
2001	232.1	123.9	0	356	184.5	171.5
2002	171.5	26.5	0	198	170.1	28
2003	28	448.9	0	476.9	156	320.9
2004	320.9	623.5	0	944.4	222.7	721.7
2005	721.7	1368.8	0	2090.5	247.8	1842.7
2006	1842.7	1798	0	3640.7	709.6	2931.1
2007	2931.1	1738.8	0	4669.9	1454.4	3215.5
2008	3215.5	2288.2	0	5503.7	1223.6	4280.1
2009	4280.1	400.7	0	4680.8	364.3	4316.5
2010	4316.5	1318.3	0	5634.8	791.9	4842.8
2011	4842.8	2300.3	0	7143.1	1761.5	5381.7
2012	5381.7	2535.3	0	7917	2283.3	5633.8
2013	5633.8	2062.2	0	7696	2132.5	5563.5
2014	5563.5	1810.6	0	7374.1	2965.7	4408.5
2015	4408.2	552.2	0	4960.35	2886.5	2073.84

المصدر: موقع المديرية العامة للتوقعات والسياسات، وزارة المالية:

<http://www.dgpp-mf.gov.dz/images/stories/PDF/retrospective/frr/frr2014.pdf>, 4/8/2016.<http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/donnees-statistique?id=78>, 18/5/2017.

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

وبدءا من سنة 2003 أخذ الرصيد يسجل نموا مستمرا بالرغم من الزيادة الكبيرة لاستخدامات الصندوق، ويرجع سبب ذلك في الغالب إلى تزايد حجم الفوائض المالية

المحولة للصندوق والنااتجة عن الارتفاع المستمر في أسعار النفط، وقد استمر الحال على هذا النحو إلى أن بلغ رصيد الصندوق 5563.5 مليار دج، سنة 2012 وهو أعلى مستوى له، ليتراجع بعدها الرصيد تدريجيا في 2013 و2014 ويهوي سنة 2015 إلى 2073.84 مليار دج، والانخفاض في الرصيد خلال هذه السنوات يرجع بالدرجة الأولى إلى انخفاض الفوائض المالية المحولة للصندوق نتيجة تراجع أسعار النفط، مقابل توسع كبير (إفراط) في استخدام موارد الصندوق لتعويض النقص في إيرادات الدولة حيث اقتطعت الخزينة سنة 2014 حوالي 40.2% من موارد الصندوق لسد العجز في الخزينة العمومية وفي 2015 اقتطعت حوالي 58.2%، وبذلك أصبحت استخدامات الصندوق خلال السنوات الثلاثة الأخيرة تفوق فوائض الجباية البترولية وهذا لأول مرة منذ إنشاء الصندوق.

ومن التحليل السابق يتضح لنا أنه بالرغم من النمو الذي سجلته استخدامات الصندوق خلال الفترة 2000-2014 إلا أنه في معظم السنوات كان رصيد الصندوق في تزايد؛ ويرجع سبب ذلك إلى نمو فوائض الجباية البترولية المحولة للصندوق. وبالتالي فإن صمود الصندوق طيلة هذه السنوات وقدرته على تمويل العجز المتنامي للخزينة العمومية هو فقط نتيجة انتعاش أسعار النفط، ومع انهيار هذه الأخيرة تراجعت موارد الصندوق، بشكل جعل الدولة في حاجة ماسة للبحث عن مصادر تمويلية أخرى تواصل من خلالها عملياتها التنموية. وهو ما قامت به بالفعل؛ حيث وجدنا من خلال تحليلنا للجدول رقم (1-1) أن الدولة قد لجأت سنة 2016 لإصدار سندات حكومية.

وعند الحديث عن السندات الحكومية التي أصدرتها الدولة سنة 2016؛ فإنه لا بد من الإشارة إلى أنها قد واجهت عدة عراقيل حالت دون تحقيقها للأهداف المرجوة منها، إذ لم تغطي حصيلة الاكتتاب فيها سوى 18% من عجز الخزينة العمومية. ومن بين العراقيل التي واجهتها، رفض قطاع واسع من المجتمع الجزائري للتعامل بأدوات ربوية.

وإلى جانب الاستدانة الداخلية التي لجأت إليها الدولة لتمويل العجز، فإن الحكومة تتجه تدريجيا نحو الاستدانة الخارجية وهذا مالاقي استهجان كبيرا بالنظر لما يترتب عنه من آثار سلبية.

وفي مقابل هذا التخبط الذي تعيشه الجزائر من أجل توفير موارد مالية جديدة لتمول من خلالها العجز في خزينتها؛ هناك العديد من الدول التي كانت لها تجربة ناجحة في تمويل عجز موازنتها من خلال الصكوك الإسلامية.

وعليه فإننا سنقوم من خلال المحور التالي بتوضيح فكرة الصكوك الإسلامية لنمر بعدها لدراسة بعض التجارب الدولية للعمل بهذه الأدوات التمويلية لتمويل العجز في موازنتها.

## المحور الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية

### 2-1-1 تعريف الصكوك الإسلامية

تعرف الصكوك الإسلامية لغة واصطلاحاً على النحو التالي:

#### 2-1-1-1 لغة

الصكوك والصكاك لغةً جمع صك، وهو المكتوب الذي يتضمن حقاً أو مالا ونحوه<sup>(3)</sup>.

#### 2-1-1-2 اصطلاحاً

قبل التطرق إلى التعريف الاصطلاحي للصكوك الإسلامية لا بد أولاً أن نعرف بإيجاز العملية التي تقوم عليها الصكوك الإسلامية والتي تعرف بالتصكيك حيث تعني "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه<sup>(4)</sup>".

في حين قد وردت عدة تعاريف للصكوك الإسلامية نذكر منها:

- عرّفت الصكوك الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم (17) الخاص بصكوك الاستثمار، على أنها "شهادات متساوية القيمة تمثل حصصاً متساوية في ملكية أصول مادية، أو حق انتفاع أو خدمة، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل

قيمة الصكوك، وإغلاق باب الاكتتاب وتوظيف الأموال المستلمة للغرض الذي أصدرت من أجله".

ويشار هنا إلى أن الصكوك في هذا المعيار تعرف بالصكوك الاستثمارية وذلك تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض<sup>(5)</sup>.

-كما تُعرف الصكوك الإسلامية على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية نشاط استثماري مباحاً شرعياً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية"<sup>(6)</sup>.

-كما وجدنا أن الصكوك الإسلامية عرفت على أنها: "أوراق مالية محدّدة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، تخوّل مالكيها منافع، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته".

ومما سبق يمكننا القول أن الصكوك الإسلامية هي: "أوراق مالية محددة المدة ومنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، ناتجة عن عملية التصكيك، بحيث تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تخوّل مالكيها حقوق، وتحمله التزامات بمقدار ملكيته".

## 2-2 الخصائص العامة للصكوك الإسلامية

في ضوء التعريف السابق للصكوك الإسلامية نستطيع الوصول إلى الخصائص الآتية:

- الصكوك الإسلامية لها قيمة إسمية محددة.
- تصدر بفئات متساوية القيمة.
- تمثل ملكية حصة شائعة في الأصول وليست ديناً على مصدرها.
- تستثمر الصكوك في نشاط مباح.
- عدم قابليتها للتجزئة:

بمعنى أن الصك لا يجزأ في مواجهة الشركة<sup>(7)</sup>، وفي حالة انتقال الحق في الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد<sup>(8)</sup>.

• تصدر على أساس عقد شرعي:

مثل الاستصناع، أو الإجارة، أو المضاربة... الخ وتنظم إصدارها وتداولها وبقيّة أحكامها ضوابط شرعية، تختلف من عقد لآخر<sup>(9)</sup>.

• تمثل الصكوك أداة تمويل خارج الميزانية

فالإدارة لا تحتاج لتعليل استخدامها، لأن شراء الأصول سيتم من خلال حملة الصكوك (المستثمرين)<sup>(10)</sup>.

• تصدر لمدد محددة:

حيث تسترد الصكوك الإسلامية أو تطفأ بعد انقضاء مدتها أو في أثنائها<sup>(11)</sup>.

• تداول الصكوك:

يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها<sup>(12)</sup>. وتختلف هته الشروط باختلاف العقد الشرعي للصك.

• قيام الصكوك على قاعدة الغنم بالغرم:

حيث تعطي الصكوك الإسلامية مالها حصّة من الربح، تحدد بنسبة مئوية من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله وذلك عند التعاقد، أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب، أو في الصك نفسه، بحيث تتضمن هذه النشرة أو الصك حصّة المضارب، وحصّة أرباب المال<sup>(13)</sup>، إلّا أنه من ناحية أخرى يمكن أن تتضمن نشرة الإصدار نسبة الربح المتوقعة للمشروع ولا يعتبر ذلك تحديدا للربح بنسبة من رأس المال مقدما، إذ أن المصدر لا يكون مسؤولا عن تحقيق تلك النسبة إذا ظهرت نتائج فعلية مخالفة لتوقعاته، إلا أنه يسأل عن مصداقية وصحة البيانات التي وردت في دراسة الجدوى، ويُتحقق من عدم إخفائه بيانات مهمة أو إدلائه بمعلومات غير صحيحة<sup>(14)</sup>.

كما يلتزم مالك الصكوك بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، في حدود المبالغ التي اكتب بها في المشروع، فهو يتحمل بحصته أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا دخل للمضارب فيه؛ لأن حملة الصكوك يملكون المشروع ملكية مشتركة، وتلف المال، وهلاكه وخسارته على مالكة<sup>(15)</sup>.

### • مالك الصك مشارك في موجودات المشروع:

لذلك فله الحق في الرقابة ونحوها، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين، والحق في نصيب الأرباح والاحتياطي، والتصرف في الصك وفق نشرة الإصدار، وله حق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته<sup>(16)</sup>.

## 2-3 الأطراف المشكّلة لهيكل الصكوك

يشارك العديد من الأطراف في معاملات الصكوك، حيث نذكر أهمها:

### • منشئ الصكوك أو مصدرها

الصكوك الإسلامية تصدر عن جهة مالكة لأصول مالية ترغب في بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الصكوك، بحيث تمثل هذه الصكوك حصة شائعة في هذه الأصول بعد شرائها؛ أو تصدر عن الجهة الراغبة في استثمار حصيلة هذه الصكوك بصيغة استثمار شرعية، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عنهما<sup>(17)</sup>.

وقد يقوم مصدر الصكوك بإدارة مشروعه بنفسه وقد يوكل ذلك إلى مدير الاستثمار.

### • مشتري الصكوك (حملة الصكوك)

الذي قد يكون بنكا أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية أو مجموعة من الأفراد، حيث قد يتمتع هؤلاء بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة، ممّا قد يُشجّعهم على الدخول في عمليات الاستثمار في شراء الصكوك، بهدف استغلال هذه السيولة الفائضة في عمليات

تُحقّق عوائد مرتفعة نسبياً مقارنةً بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة. وفي الوقت نفسه إمكانية التخارج منها بسهولة ببيعها في السوق إذا ما كانت تلك الصكوك ضمن الأنواع القابلة للتداول<sup>(18)</sup>.

### • الشركة ذات الغرض الخاص

تُعرف بالإنجليزية بـ "S.P.V" وهي اختصار لـ Special Purpose Vehicle؛ وهي غالباً ما تكون الشركة المصدرة للصكوك، إذ تشتري الأصول محل التصكيك من الشركة المنشئ لتتولى عملية الإصدار (التصكيك المهيكل)، وقد تكون وكالة الإصدار عن الشركة المنشئ على أساس عقد الوكالة بالاستثمار (التصكيك البسيط)<sup>(19)</sup>.

### • مدير الصكوك

مدير الصكوك قد يكون<sup>(20)</sup>:

- مضاربا؛ حيث يقوم بإدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك بحصة من الربح المتحقق؛

- أو وكيلاً بالاستثمار: يدير الموجودات المملوكة لحملة الصكوك مقابل أجرة محددة على هيئة مبلغ مقطوع أو نسبة من قيمة الموجودات، مع حافز أو بدونه؛

- أو شريكاً مديراً: يقوم بإدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك بزيادة في حصته من الربح، أو بدونها.

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

### المحور الثالث: التجارب الدولية للعمل بالصكوك الإسلامية

إن عجز الموازنة العامة الذي كانت ولا تزال تعاني منه الكثير من دول العالم، يمول عادة من خلال المصادر التالية:

❖ الرفع من الضرائب أو استحداث ضرائب جديدة: وهو ما يؤثر سلباً على كل من الاستهلاك والادخار.

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

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

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

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

ونظرا لما ينتج عن استعمال هذه الأساليب من آثار تضخمية وزيادة في عجز الموازنة العامة وغيرها، فقد أصبح الجميع يبحث عن أساليب تمويلية أخرى بإمكانها المساهمة في تمويل العجز في الموازنة العامة بأقل التكاليف، فكانت الصكوك الإسلامية أهم هذه الأساليب، حيث نجد أن العديد من الدول لجأت لاستخدامها منذ فترة طويلة نسبيا كالسودان واندونيسيا وماليزيا، ومن الدول من استخدمتها لفترة ثم توقفت، لتعود لاستخدامها بعد الأزمة النفطية العالمية لسنة 2014 كالسعودية، ومنها ما استخدمتها لأول مرة بعد الأزمة كسلطنة عمان. وفيما يلي ذكر لتجارب هذه الدول.

### 3-1 تجربة السودان:

تعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان تجربة رائدة ومميزة خاصة في مجال صناعة الصكوك الحكومية (السيادية)، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية، وفي نفس الوقت أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي<sup>(21)</sup>.

وتصدر السودان العديد من أنواع الصكوك ولأغراض عدة. ومن هذه الأنواع، نوعين تعتمد عليهما في تمويل عجزها الموازي وهما شهادات المشاركة الحكومية التي تدعى بشهادات "شهامة" وصكوك الاستثمار الحكومية التي تعرف باسم "صرح" (22):

### أولاً: شهادات مشاركة الحكومة - شهامة - GMCs

قد بدأ العمل بإصدار شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) منذ عام 1999 م ولا يزال العمل بها إلى يومنا هذا، حيث يتم إصدارها بشكل ربع سنوي. وهذه الشهادات هي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، كما يتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة.

#### آلية عمل شهادات (شهامة):

الأطراف الرئيسية للتعامل في صكوك (شهامة) تشمل:

- 1- المستثمرون (المؤسسات المالية والشركات، البنوك، الصناديق والأفراد).
- 2- الشركة (مدير الصندوق).
- 3- وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي وهي الجهة المالكة لمكون الشراكة.

والعمل بهذه الشهادات ينبنى وفقاً للآتي:

- تتبنى العلاقة بن المستثمرين والشركة على قيام الشركة بتقديم المشورة المالية الشرعية وتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة.
- تقوم الشركة بتسويق الشهادات المصدرة من الوزارة وإدارتها مقابل عمولة قدرها 2 ٪ يتم تحصيلها من الوزارة.
- يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية لمكون الشراكة.
- يتحدد العائد على الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة.

- لا يجوز للمستثمر سحب رأسماله أو أي جزء منه قبل تاريخ الاستحقاق ولكن له حق تداوله في سوق الخرطوم لأوراق المالية وأي أسواق مالية أُخري تُدرج فيها هذه الشهادات.

### ثانيا: صكوك الاستثمار الحكومية - صرح - GICs

لقد بدأ العمل بإصدار صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) عام 2003 م ويجري العمل في إصدارها حتى إعداد هذا التقرير و لغاية 2015 صدر منها 17 إصدار.

يتم إصدار هذه الصكوك على أساس صيغة المضاربة، تصدرها وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية وشركات الوساطة المالية المعتمدة، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة.

### آلية عمل صكوك (صرح) :

بدأ العمل بإصدار صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) عام 2003 م ويجري العمل في إصدارها حتى إعداد هذا التقرير وقد صدر منها حتى الآن 17 إصدار.

الأطراف الرئيسية للتعامل في صكوك (صرح) تشمل:

1- حملة الصكوك (أرباب المال).

2- شركة السودان للخدمات المالية (المضارب).

3- وزارة المالية والاقتصاد الوطني (الجهة الطالبة للتمويل).

وتقوم العلاقة بين حملة الصكوك والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي وبين الوزارة والشركة على أساس عقود صيغ التمويل الإسلامية.

### 3-2 تجربة اندونيسيا:

لقد سجلت إندونيسيا في السنوات الأخيرة معدلات نمو اقتصادي مرتفعة نسبيا، ومن الأمور التي ساعدتها على ذلك هو توسعها في الإنفاق الحكومي. ومقابل هذا التوسع في

الإففاق سجلت الدولة أيضا زيادة في الإيرادات العامة، غير أن هذه الزيادة لم تكن كافية لتغطية كامل النفقات، وهذا ما تسبب في إحداث عجز في الميزانية العامة ولسنوات عديدة.

وبطبيعة الحال فإن تزايد العجز تطلب من الدولة توفير الموارد المالية الكافية. ومن المصادر الهامة التي اعتمدها الدولة لتوفير هذه الموارد؛ الأوراق المالية الحكومية المعروفة بـ (SBN) والتي تشمل أوراق الدين الحكومية التي تعرف بـ (SUN) و صكوك نيجارا أو ما يعرف بـ (SBSN) وهذا ما أكسب دولة إندونيسيا خبرة في التعامل بالصكوك الإسلامية، فمنذ إصدارها الأول في عام 2008، شهدت صكوك الحكومة الإندونيسية (SPSN) نموا سريعا، سواء القابلة للتداول أو غير القابلة، المتعلقة بالتجزئة أو بالجملة، بالروبية الإندونيسية أو العملة الأجنبية.

والنوع الأول من الصكوك الصادرة عن حكومة إندونيسيا يستند على بيع الإجارة وتسمى هذه الصكوك "صكوك السعر الثابت" (IFR)، وذلك باستخدام الأصول المملوكة للدولة كأساس. وفي السنة التالية، بدأت الحكومة إصدار "صكوك التجزئة" (SR) والصكوك العالمية عبر الحدود، باستخدام نفس هيكل الصكوك. وفي العام نفسه، أصدرت الحكومة أيضا صكوكا جديدة باسم "صكوك صندوق الحج" (SDHI)، وهي غير قابلة للتداول. ولاحقا في عام 2012، تم إصدار "صكوك قائمة على المشاريع" (PBS) باعتبار مشروع البنية التحتية هو أصلها المتاح، وذلك بسبب محدودية الأصول المملوكة للدولة المتاحة لإصدار الصكوك.

ولتوصيف مختلف أنواع الصكوك الحكومية الإندونيسية، قمنا بإدراج الجدول التالي:

الجدول رقم (1-3): وصف الصكوك الحكومية الإندونيسية (SPSN)

PBS	SDHI	SPN-S	SNI	SR	IFR	
الصكوك القائمة على المشاريع	صكوك صندوق الحج	أذن خزانة إسلامية	صكوك نيجارا إندونيسيا	صكوك التجزئة	صكوك الدخل الثابت	الإسم
إجارة الأصول المؤجرة	إجارة الخدمات	بيع الإجارة				نوع العقد
مشاريع حكومية	خدمات الحج	أصول مملوكة للدولة				نوع الحصة المملوكة
						نوع الربح
						دخل ثابت

محلية		دولية	محلية			سوق الإصدار
قابلة للتداول	غير قابلة للتداول	قابلة للتداول				التداول
المزاد العلني	الاكتتاب الخاص	المزاد العلني	بناء سجل أوامر الاكتتاب	بناء سجل أوامر الاكتتاب	بناء سجل أوامر الاكتتاب المزاد العلني	طريقة الإصدار
صكوك بالروبية الإندونيسية متوسطة إلى طويلة الأجل قسيمة سنوية	صكوك بالروبية الإندونيسية قصيرة الأجل قسيمة شهرية	صكوك بالروبية الإندونيسية تستحق في 6 أشهر	صكوك بالدولار الأمريكي للمستثمرين الدوليين قسيمة نصف سنوية	صكوك بالروبية الإندونيسية للمستثمرين بالتجزئة قسيمة شهرية	صكوك بالروبية الإندونيسية للمستثمرين بالجملة متوسطة إلى طويلة الأجل قسيمة نصف سنوية	الخصائص

Source: International Islamic Financial Market (IIFM): SUKUK REPORT- A comprehensive study of the Global Sukuk Market- , 5TH EDITION, March 2016, P: 134.

ولإظهار مقدار النمو الذي شهدته إصدارات مختلف أنواع الصكوك الحكومية الإندونيسية (SPSN) قمنا بإدراج الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3): إجمالي إصدارات الصكوك الحكومية الإندونيسية (SPSN)

الوحدة: ترليون روبية إندونيسية (IDR) .

Sept 28,2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
-	-	-	0.40	4.61	6.15	1.28	4.70	IFR
21.97	19.32	14.97	13.61	7.34	8.03	5.56	-	SR
26.42	17.75	17.24	9.64	9.04	-	7.03	-	SNI
3.00	12.86	-	15.34	11.00	12.78	2.69	-	SDHI
8.84	16.17	11.65	1.38	1.32	-	-	-	SPN-S
41.63	9.45	9.32	16.71	-	-	-	-	PBS
101.85	75.54	53.18	57.09	33.31	26.97	16.55	4.70	Total

Source: op cit, P: 128.

يتضح لنا من الجدولين السابقين أن الصكوك الحكومية (SPSN) كما أنها أداة تحقق للحكومة الإندونيسية هدفها في تمويل العجز في ميزانيتها؛ فهي أداة توفر لها أيضاً<sup>(23)</sup>:

- تنويع لمصادر تمويل ميزانية الدولة.
- أوراق مالية إستثمارية بديلة.
- تمويل لمشاريع البنية التحتية الحكومية.
- توسيع لقاعدة المستثمرين.
- تعظيم لاستعمال الأصول المملوكة للدولة.
- تعزيز لسوق التمويل الإسلامي.

### 3-3 تجربة ماليزيا:

منذ سنة 1998 وإلى يومنا هذا وماليزيا تسجل سنويا عجزا في ميزانيتها الفدرالية، وحتى تغطي هذا العجز اعتمدت على مجموعة من المصادر منها التقليدية ومنها الإسلامية وبخصوص هذه الأخيرة نجد:

**الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GIIS):** وهي عبارة عن صكوك طويلة الأجل تصدرها حكومة ماليزيا لتمويل إنفاقها التنموي، وتصدر من خلال مزاد علني يقوم به بنك نيجارا ماليزيا نيابة عن الحكومة الماليزية. ويتم الإعلان عن برنامج إصدار صكوك **GIIS** مسبقا في تقويم المزادات.

وعموما يتراوح حجم الإصدار بين 1 مليار و4 مليار رنجيت ماليزي، في آجال استحقاق 3، 5، 7 و10 سنوات، وتستند هذه الإصدارات على مبدأ بيع العينة وهنا لا بد أن نشير إلى أن هذا البيع فيه خلاف بين المذاهب الأربعة، حيث أجاز المذهب الشافعي وهو المذهب السائد في ماليزيا؛ بينما حرمه بقية المذاهب.

وهذه الإصدارات نجدها سنويا في ميزانية ماليزيا— حيث تعتمد عليها في تمويل العجز بشكل منتظم إلى جانب نظيرتها التقليدية المعروفة باسم الأوراق المالية الحكومية الماليزية **MGS**.

وإلى جانب الإصدارات الاستثمارية الحكومية **GIIS**، وهي إصدارات محلية؛ تُصدر ماليزيا صكوكا دولية ولكن بشكل غير منتظم. وفيما يلي تفصيل لبعض هذه الإصدارات:

في جوان 2011: تم إصدار صكوك عالمية وفق عقد الوكالة، وقد بلغ حجم الإصدار 2 مليار دولار، مقسمة على شريحتين، الأولى بمبلغ 1.2 مليار دولار تستحق بعد 5 سنوات، والثانية بقيمة 800 مليون دولار تستحق بعد 10 سنوات. وقد تمت تغطية الصفقة بـ 4.5 مرة، حيث اجتذبت طلب كلي بقيمة 5 مليار دولار أمريكي و4 مليار دولار أمريكي لصكوك 5 و 10 سنوات، على التوالي.

وقد تم توزيع المخصصات النهائية بشكل جيد على أكثر من 320 مستثمرا، حيث اشترى مستثمرو الشرق الأوسط 43% من الشريحة الخماسية، في حين استحوذ المستثمرون الأوروبيون والأمريكيون على 36% من الصكوك طويلة الأجل. أما المستثمرون الماليزيون فقد استحوذوا على 26% و 28% من الصكوك الخماسية و ذات العشر سنوات على التوالي.

وفضلت البنوك (57%) الصكوك الخماسية، وتلتها المؤسسات الحكومية (24%)، ومديري الصناديق (17%)، وشركات التأمين (2%). وفي المقابل، استجاب مديرو الصناديق (45%) لصكوك العشر سنوات، وتلتها البنوك (28%)، والمؤسسات الحكومية (19%)، وشركات التأمين (8%)<sup>(24)</sup>.

في أبريل 2015: وبعد النجاح في إصدار صكوك بقيمة 2 مليار دولار أمريكي في عام 2011، دخلت الحكومة الماليزية سوق الصكوك العالمية في أبريل 2015 بإصدار صكوك وكالة بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي، مقسمة على شريحتين الأولى تبلغ 1 مليار دولار أمريكي لمدة 10 سنوات، والثانية بقيمة 500 مليون دولار أمريكي لمدة 30 سنة. وقد سجل هذا الإصدار طلبا إجماليا يتجاوز 6 مرات.

والصكوك العالمية لعام 2015 هي أول صكوك سيادية في العالم يتم تقديمها في إطار هيكل الوكالة باستخدام الموجودات غير المادية المدرة للدخل في شكل حقوق المشاركة في خدمات النقل؛ وهذا النوع من الموجودات هو جزء من مجموعة الموجودات المعنية التي تتضمن أيضا موجودات الإجارة و سلع المرابحات<sup>(25)</sup>.

في أبريل 2016: أصدرت الحكومة الاتحادية صكوك عالمية بمبلغ 1.5 مليار دولار أمريكي مقسم على شريحتين إحداهما تستحق بعد 10 سنوات، والأخرى بعد 30 سنة. وقد حظيت الحملة الترويجية لهذا الإصدار باستجابة هائلة من المستثمرين

العالميين، حيث اجتذبت طلباً إجمالياً يتجاوز 6.3 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل معدل اشتراك قدره 4.2 مرة.

وقدمت تنظيم عرض الصكوك العالمية بموجب عقد الوكالة الشرعي. وتتكون الأصول المتاحة للعرض من أصول غير مادية بنسبة 100٪، وهي قسائم تمثل استحقاقات السفر في وسائل النقل العام والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. ويمثل هذا المزيج الفريد من الأصول المعنية ابتكاراً رئيسياً في إصدار الصكوك السيادية، حيث أنها المرة الأولى التي تُصدر فيها الصكوك دون استخدام الأصول المادية (مثل الأراضي والمباني) أو سلع المرابحات<sup>(26)</sup>.

### 3-4 تجربة السعودية:

باعتبار أن المملكة العربية السعودية من أكبر منتجي النفط في العالم؛ فقد تأثرت هي الأخرى بانهيار أسعاره في الأسواق العالمية، فبدءاً من سنة 2015 أخذت المملكة تسجل عجزاً في ميزانياتها بعدما كانت تسجل فائض في السنوات السابقة. وقد لجأت المملكة من أجل سد العجز في ميزانيات 2015 و2016 إلى السحب من احتياطياتها من النقد الأجنبي إلى جانب الاقتراض الداخلي والخارجي مع طرح سندات دولية.

ولكي تخفف المملكة من وتيرة سحباتها من احتياطياتها الخارجية، ورغبة منها في جذب مستثمرين جدد؛ لجأت سنة 2017 لطرح صكوك سيادية بالدولار الأمريكي، وقد اختارت هيكلاً هجيناً لإصدارها، حيث يتم تخصيص 51% من الصكوك لعقد المضاربة، و49% لعقد المرابحة.

وتشمل الأطراف الرئيسية لهيكل هذه الصكوك:

- شركة الغرض الخاص (شركة صكوك المملكة العربية السعودية المحدودة) كمصدر وأمين إصدار ورب مال.
- المملكة كمضارب بمشاريع البنية التحتية ومشتري بالمرابحات، ويتولى هذا الدور وزارة المالية.
- شركة الصكوك الاستثمارية السعودية (المسجلة محلياً) كمضارب ورب المال المتخصص بمشاريع البنية التحتية (وهي مملوكة بالكامل من قبل السعودية)<sup>(27)</sup>.

وقد حُدِّدَ حجم الإصدار بمبلغ إجمالي قدره 9 مليار دولار وهو ما يعادل 33,75 مليار ريال سعودي، مقسماً على شريحتين من الصكوك: الأولى تبلغ 4.5 مليار دولار أمريكي أي ما يعادل 16.875 مليار ريال سعودي لصكوك تستحق بعد خمس سنوات، والشريحة الأخرى تبلغ 4.5 مليار دولار أمريكي أي ما يعادل 16.875 مليار ريال سعودي لصكوك تستحق بعد عشر سنوات.

واللافت في الأمر أن وزارة المالية قد تلقت طلباً قوياً من المستثمرين على إصدارها الدولي الأول حيث تجاوز المجموع الكلي لطلبات الاكتتاب في هذه الصكوك مبلغاً قدره 33 مليار دولار أمريكي وهو ما يعادل 123,75 مليار ريال سعودي<sup>(28)</sup>.

والنجاح الذي حققته الصكوك الحكومية الدولية الأولى للسعودية شجعها على دراسة إصدارات لاحقة، وكان التوجه هذه المرة نحو السوق المحلي حيث قامت وزارة المالية بإنشاء برنامج صكوك بالريال السعودي غير محدد المدة أو القيمة حيث تقوم من خلاله بإصدار صكوك، وطرحها على عدة مراحل من وقت لآخر للمستثمرين؛ وفقاً لتقدير وزارة المالية المفوضة بذلك. مع تحديد شروط وأحكام كل إصدار من إصدارات البرنامج: الفئات التي يحق لها الاكتتاب في الصكوك، وحجم الطرح، والعائد المتوقع لحملة الصكوك، وغيرها من التفاصيل ذات الصلة<sup>(29)</sup>.

وفي جويلية 2017 أعلنت وزارة المالية عن أول إصدار لها ضمن هذا البرنامج، وحددت حجمه بمبلغ 17 مليار ريال سعودي مقسم على ثلاث شرائح كالتالي:

- الشريحة الأولى، تبلغ 12 مليار ريال سعودي لصكوك تُستحق بعد خمس سنوات؛
- الشريحة الثانية، تبلغ 2.9 مليار ريال سعودي لصكوك تُستحق بعد سبع سنوات؛
- الشريحة الثالثة، تبلغ 2.1 مليار ريال سعودي تُستحق بعد عشر سنوات.

وقد أعلنت وزارة المالية، أنها تلقت اقبالا كبيرا من المستثمرين على إصدارها هذا، حيث تجاوز المجموع الكلي لطلبات الاكتتاب في هذه الصكوك مبلغاً قدره 51 مليار ريال سعودي<sup>(30)</sup>.

### 3-5 تجربة سلطنة عمان:

لقد أدى تراجع أسعار النفط في السنوات الأخيرة إلى تراجع إيرادات سلطنة عمان؛ وذلك نتيجة اعتمادها الكبير على عائدات النفط، حيث تشكل هذه الأخيرة ما يفوق 70% من إجمالي إيراداتها. وهذا التراجع في الإيرادات الذي لم يصاحبه تخفيض في الإنفاق العام بشكل كبير، أدى إلى تفاقم عجز الموازنة العامة للدولة، وهو ما دفع السلطنة إلى البحث عن مصادر تُمول من خلالها هذا العجز.

ومن بين المصادر التي لجأت إليها نجد الصكوك الإسلامية حيث في كل سنة تطرح السلطنة إصداراً تموّيل من خلاله جزء من العجز في موازنتها.

وأول إصدار لصكوك سيادية للسلطنة كان في نوفمبر 2015، وقد كان مبني على صيغة الإجارة وقد بلغ حجمه 250 مليون ريال عماني أي ما يعادل 647.38 مليون دولار، لأجل 5 سنوات، مع العلم أن هذا الإصدار قد حُدّد حجمه في البداية بمبلغ 200 مليون ريال، إلّا أن الاكتتاب الواسع من قبل المستثمرين دفع وزارة المالية إلى توسيع حجم الإصدار بنسبة 25%.

وفي جويلية 2016 قامت عمان أيضا بإصدار صكوك سيادية وذلك للمرة الثانية لها، وقد بلغت قيمتها 500 مليون دولار لأجل 6 سنوات<sup>(31)</sup>.

وكذلك في 2017، أصدرت سلطنة عمان صكوك لكن في هذه المرة كان الإصدار بالدولار الأمريكي وهو أول إصدار دولي لها، وقد بُني أيضا على صيغة الإجارة، وبلغ حجمه 2 مليار دولار، وقد شهد إقبالا قويا من المشاركين حيث بلغت طلبات المشاركة في الإصدار 6.9 مليار دولار. ويعد هذا الإصدار الأول من نوعه للسلطنة في سوق الصكوك العالمية، وتبلغ مدة استحقاقه 7 سنوات بمعدل ربح 4.397 بالمائة، وقد نجح هذا الإصدار في جذب مشاركين من شرائح متنوعة من المستثمرين حيث أن 50 بالمائة من المشاركين في الإصدار هم من مؤسسات مالية إسلامية كما قد بيع 72 بالمائة من الإصدار في آسيا ودول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا<sup>(32)</sup>.

#### الخاتمة:

إن ما وفرته الصكوك الإسلامية للدول التي تتعامل بها من أجل تمويل العجز في

موازنتها، هو بالضبط ما تحتاجه الجزائر في الوقت الحالي في ظل نضوب موارد صندوق ضبط الإيرادات؛ حيث وفرت الصكوك الآتي:

**تنوع في مصادر التمويل:** فكل تجربة من تجارب العمل بالصكوك تبين لنا مدى قدرة هذه الأخيرة على التنوع في مصادر التمويل، فهي تتنوع حسب عقود التمويل (إجارة، وكالة، مضاربة،...)، وحسب قابليتها للتداول من عدمه، وحسب المدة، وحسب العملة،....

**اجتذاب رؤوس أموال متوسطة وطويلة الأجل:** تستخدم في تمويل المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية.

**اجتذاب رؤوس أموال ضخمة:** فكل عرض للصكوك، يُقَابَل بطلب أكبر مرات عديدة وهذا ما سهل طرح إصدارات بمبالغ ضخمة.

وهذه الثلاثة مجتمعة إذا ما توفرت للجزائر فبإمكانها أن تعوضها عن موارد صندوق ضبط الإيرادات التي شارفت على النفاذ.

ومع تعطش المجتمع الجزائري لأدوات تمويلية إسلامية تمكنهم من استثمار أموالهم بعيدا عن الفائدة الربوية؛ فبإمكان الجزائر أن تعتمد وإلى حد كبير على الصكوك لتمويل العجز في خزينتها وذلك بدل اللجوء للاقتراض الداخلي والخارجي وما ينجم عنه من آثار سلبية، وبدل اللجوء للسحب من الاحتياطي الأجنبي.

وإذا ما استخدمت الجزائر الصكوك في تمويل العجز في الخزينة فستوفر بذلك:

- **تمويلا غير تضخمي:** حيث توفر تمويلا مرتبطا بمشاريع حقيقية.
- **تمويلا يعتمد على المشاركة في الربح والخسارة:** وليس تمويلا الربح فيه طرف والخاسر طرف آخر.
- **تمويلا يشارك فيه الجميع:** بما فيهم البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وكل من كان يتحفظ من استثمار أمواله في أساليب التمويل الربوية، فهو بذلك يسمح للدولة بتوفير موارد مالية ضخمة تمكنها من تمويل مشاريعها التنموية ومشاريع البنية التحتية.

- تمويلًا مرتبطًا بمشاريع محددة: وهو ما يقلل الهدر والتبذير الذي أدى إلى إنفاق المليارات في مشاريع تنموية لم تُؤتي ثمارها.
- تمويلًا يجنب الدولة مخاطر التمويل الأجنبي: حيث بإمكان الدولة عند إصدارها أن تحدد نسبة مشاركة الأجانب من إجمالي قيمة الإصدار، وبذلك تتمكن الدولة من الاحتفاظ بالقرار الاستثماري.

### الإحالات والمراجع:

- (1) محمد مسعي: (سياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر وأثرها على النمو)، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 147.
- \* في الفترة 2011 إلى 2014 أصبحت قيمة الادخار الحكومي سالبة وبالتالي أصبحت الإيرادات لا تغطي نفقات الاستثمار وجزء من نفقات التسيير.
- \*  $\text{رصيد الخزينة العمومية} = \text{رصيد الموازنة العامة} + \text{رصيد الحسابات الخاصة} + \text{تدخلات الخزينة العمومية}$ .
- \* ينتمي الصندوق إلى الحسابات الخاصة للخزينة العمومية، وقد وُنشئ بموجب المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والهدف من إنشائه هو امتصاص فوائض الجباية البترولية الناتجة عن الفرق بين إيرادات الجباية البترولية الفعلية وإيراداتها التقديرية، فبإعداد الموازنة العامة للدولة يتم الاعتماد على سعر مرجعي تُقدر من خلاله إيرادات الجباية البترولية، وما تحصله فوق هذا السعر من إيرادات خلال السنة يتم توجيهه نحو صندوق ضبط الإيرادات.
- \* تم البدء سنة 2000 باعتبارها سنة إنشاء صندوق ضبط الإيرادات، أما بالنسبة لسنة 2016 فلم تُذكر إحصائياتها باعتبار أن وزارة المالية لم تنشرها بعد وهذا لحد تاريخ إعداد هذا المقال.

(2) بوفليح نبيل: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية - الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011/2010، ص ص: 231. بتصريف.

(3) حمزة بن حسين الفعر الشريف: ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة- السعودية-، يومي 24-25: ماي 2010، ص:2.

(4) مجمع الفقه الإسلامي الدولي: قرار رقم (4/19) 178 بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة التاسعة عشر، الإمارات العربية المتحدة، الأيام: 26-30 أبريل 2009، ص:9.

(5) Zohra Jabeen, Tariq Javed: Sukuk Structures –A Comparative Study From Regulatory Perspective, the Second International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur, February 7 & 8, 2006, p3.

(6) نوال بن عمارة: (الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين-)، مجلة الباحث، العدد9، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص: 254.

(7) زياد جلال الدماغ: دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، يومي: 16-15 جوان 2010، ص:3.

(8) أحمد محمد النجار: (الصكوك الإسلامية مدخل ومفاهيم أولية)، مجلة التمويل الإسلامي، العدد1، الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، مصر، 2012، ص: 39.

(9) أسامة الجورية: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، 2009، ص: 33.

(10) المرجع السابق، ص: 33.

(11) سوق دبي المالي، أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية :مسودة معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، 2013، ص: 5.

(12) فتح الرحمن علي محمد صالح: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، بيروت - لبنان، -، جويلية 2008، ص: 17.

(13) أسامة الجورية، مرجع سابق، ص: 34.

(14) عمر عبد الله كامل: نحو اقتصاد فقهي حول النقود والأسواق المالية، ص: 123:

<http://kamalhatab.info/blog/wp-content/uploads/2008/03/wqaei.pdf>,

21/03/2013.

(15) أسامة الجورية، مرجع سابق، ص: 35.

(16) هشام أحمد عبد الحي: الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهيّة -

، منشأة المعارف للنشر، الإسكندرية - مصر، -، 2010، ص: 247.

(17) حسين حامد حسان: صكوك الاستثمار الإسلامي، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه

الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الأيام: 26 - 30 أفريل 2009، ص: 3.

(18) أحمد النجار، مرجع سابق، ص: 41.

(19) زيادا لدماغ، مرجع سابق، ص: 85.

(20) سوق دبي المالي، أمانة هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، مرجع سابق، ص: 8.

(21) سليمان ناصر، ربيعة بن زيد: (إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية- دراسة تطبيقية

على الصكوك الحكومية السودانية-)، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 20، 2014، ص:

44.

(22) التقرير السنوي السابع لشركة السودان للخدمات المالية، 2015، ص: 14، 15، 16.

(23) International Islamic Financial Market (IIFM): SUKUK REPORT- A

comprehensive study of the Global Sukuk Market- , 3TH EDITION, April

2013, p p: 49, 50.

(24) The Ministry of Finance of Malaysia: Economic report 2010/2011, p p:

131, 132.

(25) The Ministry of Finance of Malaysia: Economic report 2015/2016, P: 4-

10.

(26) The Ministry of Finance of Malaysia: Economic report 2016/2017, p p:

85, 86.

(27) محمد الخنيفر:، صحيفة الجزيرة، العدد 16263، 8 أفريل 2017 :

<http://www.al-jazirah.com/2017/20170408/ec1.htm>

(28) موقع وزارة المالية للمملكة العربية السعودية:

[https://www.mof.gov.sa/mediacenter/news/Pages/news\\_12042017.aspx](https://www.mof.gov.sa/mediacenter/news/Pages/news_12042017.aspx)

(29) موقع وزارة المالية للمملكة العربية السعودية:

[https://www.mof.gov.sa/mediacenter/News/Pages/news\\_23072017.aspx](https://www.mof.gov.sa/mediacenter/News/Pages/news_23072017.aspx)

(30) موقع وزارة المالية للمملكة العربية السعودية:

[https://www.mof.gov.sa/mediacenter/News/Pages/news\\_240720171.asp](https://www.mof.gov.sa/mediacenter/News/Pages/news_240720171.asp)

x

(31) International Islamic Financial Market (IIFM): SUKUK REPORT- A comprehensive study of the Global Sukuk Market- , 5TH EDITION, March 2016, P: 65. Islamic Finance News (IFN): Sovereign Sukuk: The rise of Africa, Volume14, Issue12, 21/3/2017.

(32) موقع وزارة المالية العمانية:

<https://mof.gov.om/NewsID=G01ZUoE3%2bVc>,

2017/7/10.