



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة باحي مختار – عنابة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم المالية  
بالشراكة مع مخبر البحث في الابتكار والتحليل المالي والاقتصادي LARIEF  
فرقة بحث  
صناعة المالية الإسلامية في الجزائر

## صناعة الصكوك الإسلامية؛ تحديات، قضايا وآفاق مستقبلية أفضل

مع الإشارة لتحديات صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر

### **Sukuk Industry; Challenges, Issues and Prospects for better Future With reference to the challenges of sukuk industry in Algeria**

بحث مقدم إلى الملتقى الوطني حول

المالية الإسلامية: الواقع، التحديات والآفاق – دراسة حالة الجزائر

حضورى وعن بُعد وفق تقنية Google Meet

يومي: 17 و 18 نوفمبر 2021

من إعداد:

أ.د/ سليمان ناصر<sup>1</sup>

د. ربيعة بن زيد<sup>2</sup>

<sup>1</sup> كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة (الجزائر)، nacer.slimane@univ-ouargla.dz ،

<sup>2</sup> كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة (الجزائر)، benzyd.rabia@univ-ouargla.dz ،

## صناعة الصكوك الإسلامية؛ تحديات، قضايا وآفاق مستقبلية أفضل

مع الإشارة لتحديات صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر

د. ربيعة بن زيد

جامعة ورقلة

أ.د/ سليمان ناصر

جامعة ورقلة

### ملخص:

تتناول هذه الدراسة أهم التحديات والقضايا التي تواجهها صناعة الصكوك الإسلامية في العالم بعد أن أصبحت أداة مالية هامة للتمويل وفي مختلف البيئات سواء إسلامية أو غربية، وهي التحديات والقضايا التي تحتاج إلى حلول حتى لا تتحول تلك الصكوك ومع مرور الزمن إلى نسخة من السندات التقليدية الربوية، وقد توصلت الدراسة إلى أن إشكالية ملكية الأصول وما يترتب عنها تعتبر أهم التحديات، كما أن اتجاه الصكوك تدريجياً إلى التحول نحو أدوات الدين الثابت تعتبر أهم القضايا. مع تقديم مقترحات من أجل مستقبل أفضل لصناعة الصكوك الإسلامية وأداء أحسن لها.

وبالنسبة للجزائر، تعتبر النصوص القانونية واللوائح التنظيمية القائمة أهم تحدٍ أمام إقامة صناعة حقيقية للصكوك الإسلامية، وهو ما يتطلب تعديلها، إضافة إلى غياب قانون خاص بالصكوك الإسلامية عكس ما هو موجود في بلدان عربية وإسلامية أخرى، وهو ما يتطلب وضعه.

### Abstract:

This study aims to investigate the most important challenges and issues that face the Islamic sukuk industry in the world, after it has become an important financial tool for financing in several environments, whether Islamic or Western, and these challenges and issues related to sukuku require solutions in order not to turn with time, into a copy of the traditional bonds. The main finding of the study revealed that the problem of asset ownership and its consequences are the most important challenges, and the gradual tendency of sukuk to shift towards fixed debt instruments is the most important issue. Moreover, the researcher presents some proposals for a better future for the Islamic sukuk industry with high performance for these instruments.

Concerning Algeria, the current legal texts and regulations are the most important challenge to the establishment of a real Islamic sukuk industry, and this requires its adjustment, in addition to the absence of a law for Islamic sukuk, unlike what exists in other Arab and Islamic countries, accordingly the Algerian legislator have to adjust the current laws and put new ones aligned with the Islamic sukuk nature.

## مقدمة :

تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية متعددة الاستعمالات لتمويل النشاط الاقتصادي، وقد لقيت انتشاراً واستعمالاً واسعاً في العقود الأخيرة وفي مختلف البيئات والدول نظراً لمزاياها، ولا يقتصر الأمر على البلدان الإسلامية بل حتى البلدان الغربية.

وبسبب هذا الاستعمال الواسع، أصبحت الصكوك الإسلامية وسوقها وبصفتها صناعة متخصصة، تواجه تحديات وقضايا كبيرة سواء على الصعيد العالمي أو المحلي، يتعين معالجتها للحفاظ على استمرار تطورها في المستقبل، وإيجاد الحلول والأساليب التي تستجيب من خلالها هذه الصناعة لتلك التحديات، ولعل أهمها تلك التي قد تجعلها نسخة من السندات التقليدية في الأسواق المالية مستقبلاً.

كما أنه من المعلوم أن الجزائر تسعى إلى إقامة صناعة مالية إسلامية متكاملة وبمختلف مكوناتها (الصيرفة الإسلامية، التأمين التكافلي، الصكوك الإسلامية)، وبعد أن قامت السلطات المعنية في البلاد بخطوات معتبرة في سبيل إيجاد الإطار القانوني الملائم لعمل الصيرفة الإسلامية خلال سنتي 2018-2020، والتأمين التكافلي خلال هذه السنة 2021، تسعى الآن إلى استكمال بناء المنظومة بإيجاد الإطار القانوني للصكوك الإسلامية.

لذلك فإن هذه الورقة تحاول الإجابة على الإشكالية الآتية: ماهي أهم التحديات والقضايا التي تواجه سوق صناعة الصكوك الإسلامية؟ وماهي آفاق هذه الصناعة في ظل تلك التحديات والقضايا ليكون لها مستقبل أفضل؟ وماهي أهم هذه التحديات التي تواجه صناعة الصكوك في الجزائر؟

وسنحاول الإجابة على أجزاء هذه الإشكالية من خلال المحاور الآتية:

I- تحديات صناعة الصكوك الإسلامية.

II- قضايا سوق الصكوك الإسلامية.

III- الآفاق المستقبلية الأفضل لصناعة الصكوك الإسلامية.

IV- تحديات صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر والحلول المقترحة لها.

I- تحديات صناعة الصكوك الإسلامية:

لا شك بأن مسيرة صناعة الصكوك قد حققت نجاحات كبيرة، إلا أنها تواجه كسائر منتجات الصناعة المالية الإسلامية تحديات وإشكالات عملية متعددة متداخلة ووثيقة الصلة ببعضها البعض، قد تحد من كفاءتها الاقتصادية وتعيق تطورها ونموها في المستقبل، ويمكن استعراض أهم هذه التحديات من خلال ما يأتي:

1-1- تحديات تضارب الفتاوى في صناعة الصكوك الإسلامية: إن من أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية الخلافات الشرعية على مستويات متعددة، متمثلة أساساً في تضارب الفتاوى على المستوى: المحلي، الإقليمي والدولي؛ ناتجة في الأساس عن تضارب الفتاوى في قضايا المالية الإسلامية؛ ومن الآثار المترتبة عن تحديات تعارض الفتاوى والاجتهادات الفقهية على صناعة الصكوك اختلاف المعايير الشرعية الحاكمة للمنتجات المالية الإسلامية وعلى رأسها الصكوك، والذي ترتب عنه إشكاليات تعد من التحديات المعاصرة لسوق الصكوك، منها: إشكاليات التقاضي في المحاكم، صعوبة تسويقها، إشكاليات عدم الانضباط وزيادة المخاطر، وإشكاليات التكاليف الإضافية<sup>1</sup>.

2-1- إشكالية الملكية في الصكوك: تتضح هذه الإشكالية أكثر إذ تم تناولها من جانب واقع تطبيق هيكله الصكوك وفق معيار ملكية الأصول، والمتمثلة في الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول، تبعاً لذلك تعني ملكية حملة الصكوك المدعومة بالأصول التحويل الكامل للملكية القانونية للأصول محل العقد لهم، أما الصكوك القائمة على الأصول فتعني تحويل ملكية المنفعة لحملة الصكوك والرجوع على المنشئ أو المصدر عن طريق ضمان تسديد المستحقات وليس على الأصول، ومن هذه الأخيرة أثرت إشكالية حقيقة ملكية حملة الصكوك القائمة على الأصول. إذ تعطي الملكية النفعية في القانون البريطاني -وإن كانت ملكية غير قانونية- صاحبها مزايا الملكية الحقيقية على الرغم من أن الأصول مسجلة باسم جهة أخرى؛ غير أن الواقع يشير إلى أن المشكلة ليست في الملكية النفعية كما ينص عليها القانون البريطاني، وإنما في منع تصرف المالك النفعي في الأصول، كون هذا المنع يخالف مبادئ القانون العام والخاص بهذا النوع من الملكية<sup>2</sup>.

3-1- التحديات القانونية والرقابية: تتعلق التحديات القانونية في صناعة الصكوك، في أغلب الأحيان بتضارب القوانين في قضية الملكية القانونية والملكية النفعية وصعوبة تطبيق مبدأ الملكية النفعية في بعض القوانين. الأمر الذي أدى إلى عدم الاعتراف بالملكية النفعية في القانون المدني لبعض الدول كما هو الحال في الكيبك (QUEBEC) بكندا؛ أما التحديات التنظيمية والرقابية فتظهر نتيجة عدم اعتراف بعض القوانين بالصكوك وطبيعتها الاستثمارية، وحتى بالنسبة للجهات الرقابية التي يتضمن نظامها الرقابي سوق رأس مال إسلامي نجد غياب إدراج لجميع المتطلبات الشرعية ضمن أنظمتها الرقابية والقانونية والاقتصار على الموافقة الشرعية فقط، دون الاهتمام بطبيعة العقود الشرعية وخصائصها سواءً كان العقد يتعلق بعقود المدائينات أم بعقود المشاركات<sup>3</sup>.

كما نجد أن بعض البيئات التنظيمية والرقابية في بعض الدول لا تساهم في تطوير سوق إصدارات الصكوك لديها، فمثلاً في إندونيسيا النظام القانوني الناظم للأوراق المالية يناسب إصدارات صكوك المداينات فقط، بينما نجد أن النظام السائد في دولة الكويت هو إصدار الصكوك من مؤسسات مالية خارجية (OFF-SHORE)، وذلك لعدم وجود الإطار القانوني الذي تستند إليه عملية إصدار الصكوك داخل الدولة، ولم يسمح هذا النظام حتى بعد تعديله بتأسيس شركة ذات غرض خاص (SPV).

لذلك فإن من أهم آثار التحديات القانونية والتنظيمية والرقابية التي تواجهها الصكوك، نذكر ما يلي<sup>4</sup>:

- إن غياب الإطار التشريعي والمنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك يشكل عائقاً وتحدياً رئيساً في تطور ونمو صناعة الصكوك؛

- تعامل المحاكم في بعض الدول العربية والغربية مع حملة الصكوك بصفتهم دائنين وليس مالكين للأصول وذلك قياساً على السندات التقليدية، يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول، إضافة إلى تضارب القوانين في قضية الملكية القانونية والملكية النفعية، وصعوبة تطبيق مبدأ الملكية النفعية في بعض القوانين ومن ثم عدم قبولها قضائياً في بعض البلدان، هذه القضايا يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها.

4-1- تحديات المتطلبات التسويقية والتنافسية: يتمثل هذا النوع من التحديات في إصدار الصكوك بناءً على المتطلبات التسويقية والتنافسية والتوفيق بينها والمتطلبات الشرعية، فالصكوك أداة ملكية وبدل شرعي عن السندات التقليدية، لذلك تواجه تحديات تنافسية في عملية التسويق والبيع لأن المستثمرين يبحثون عادة عن أدوات مالية مضمونة رأس المال والعوائد، وهاتان الخاصيتان غير متوفرتين في الصكوك<sup>5</sup>.

5-1- تحديات الظروف الاقتصادية السائدة: تتأثر الصكوك بالحالة الاقتصادية السائدة في البلد المعنى، ففي حالات الكساد تراجع أعمال المشاريع الاستثمارية ومنها الممولة بالصكوك وبالتالي تراجع أرباحها، وربما قد تحقق خسائر، الأمر الذي يؤثر سلباً على الإقبال على الصكوك، كما أن حجم الموارد والثروات الطبيعية وطبيعة اقتصاد البلد يتناسب عكسياً مع نمو حجم الصكوك، فكلما زادت الموارد والثروات الطبيعية والتبعية الاقتصادية في البلد لها قلت الحاجة إلى الموارد المالية، وبالتالي تراجع في حجم الصكوك المصدر<sup>6</sup>.

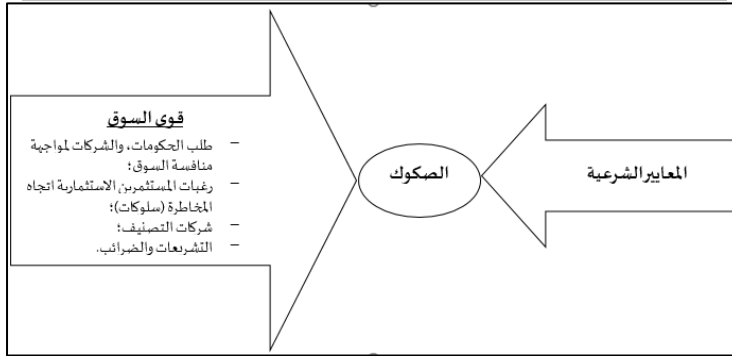
## II- قضايا سوق الصكوك الإسلامية:

إلى جانب تحديات تضارب الفتاوى في صناعة الصكوك وكذا التحديات القانونية والرقابية وإشكالية الملكية، يواجه سوق الصكوك قضايا تقنية متعلقة بتطور السوق وبنيتها التحتية، متمثلة في أهم القضايا التقنية التالية:

II -1- الصكوك؛ أسهم أم سندات (ديون) ؟ بالرغم من اعتبار الصكوك مشاركة في الملكية بحسب تعريف المعيار الشرعي رقم (17) المتعلق بصكوك الاستثمار الصادر عن هيئة أيوفي (AAOIFI)<sup>7</sup>، إلا أن الواقع أظهر وجود تقارب بين الصكوك والأسهم من جهة والسندات التقليدية من جهة أخرى، وأن الصكوك ما هي إلا سندات إن انحرفت عن ضوابطها الشرعية، وما هي إلا أسهم إن ألزمت بضوابطها الشرعية، وقد يكون لما سبق ذكره صدى حقيقياً بالنظر لواقع الصكوك الذي يختلف عن إطارها النظري القائم على الضوابط الشرعية الصادرة بقرارات المجامع الفقهية، والمعايير الشرعية الدولية<sup>8</sup>:

دون إنكار أهمية المتطلبات الشرعية، فإن اعتبارات المعاملات التجارية والسوق لها تأثير على اتجاه مسار الصكوك لتصبح أقرب إلى أدوات الدين من المشاركة. فالعديد من المؤسسات العاملة في الأسواق المالية الإسلامية اتجهت تحت ضغوط المنافسة إلى الاقتراب أكثر من التمويل التقليدي السائد عالمياً بجعل الصكوك أقرب إلى السندات التقليدية، والذي لم يكن ليحدث إلا بتجاوز عدد من المعايير الشرعية المعتمدة، ويعكس الشكل (1) أدناه المغالبة بين المعايير الشرعية، وقوى السوق المؤثرة على هيكلية الصكوك الإسلامية.

الشكل (1): هيكلية الصكوك بين المعايير الشرعية وتأثير قوى السوق



المصدر: محمد بن إبراهيم السحيباني (2016)، دور الصكوك السيادية وشبه السيادية في تمويل مشروعات البنية الأساسية المدرة للدخل، ورقة عمل مقدمة: "ملتقى تونس الدولي حول الصكوك (الندوة الدولية حول الصكوك الإسلامية في خدمة التشغيل)"، تونس، 25-30 نوفمبر 2016 بتصرف.

نجد الحكومات والشركات لا تبحث عن التمويل من خلال أسهم، بل عن التمويل من خلال صيغ تمويلية متوافقة مع الشريعة ولكن أقرب إلى أدوات الدين بهدف تمويل العجز في الموازنات العامة للحكومات أو زيادة كفاءة هيكل رأس مال الشركات.<sup>9</sup> وفي المقابل توجد شرائح مختلفة من المستثمرين الذين يبحثون عن أوراق مالية ذات دخل شبه ثابت ومنخفضة المخاطر بدلاً عن السندات التقليدية، ولربما كان هذا هو السبب في توجه سوق الصكوك إلى هياكل قريبة من السندات، مع ذلك يرحب هؤلاء المستثمرون بفكرة وجود أصول كضمان لحماية الديون المستحقة على المصدر<sup>10</sup>، وقد عزز هذا الاتجاه دخول وكالات التصنيف الائتماني لسوق الصكوك من خلال تصنيفها لزيادة جاذبيتها للمستثمرين، إلا أن هذه الوكالات تعتمد على نماذج التصنيف الائتماني التقليدي، وبالنظر لقوة هذه الوكالات ودورها في التأثير على قرارات المستثمرين أصبحت تفرض بشكل غير مباشر قيوداً على هيكلية إصدارات الصكوك، والتي لا تتوافق في جوهرها مع المعايير الشرعية المعتمدة<sup>11</sup>.

يضاف إلى ذلك البيئة التنظيمية خاصة الضريبية منها، فالمصدرون والمستثمرون يتكبدون على حد سواء تكاليف إضافية من أجل إصدار الصكوك عندما لا يكون لدى المنظمين مبادرات لدعم سوق الصكوك.

فعلى سبيل المثال، ماذا عن المعاملة الضريبية لعوائد حملة الصكوك؟ هل ستعامل معاملة عوائد أداة دين، أو تخضع للضريبة كما هو الحال بالنسبة لأرباح الأسهم؟ ففي ظل المزايا الضريبية التي تتمتع بها أدوات الدين في معظم الدول، كان ذلك دافعاً إضافياً لهيكلية الصكوك بما يؤدي إلى

قبول السلطات الضريبية مبدأ معاملة الصكوك معاملة مماثلة للسندات التقليدية فيما يتعلق بالضرائب، أدى ذلك إلى تسويق الصكوك بصفتها أدوات دين، على الرغم من أنها تعد أقرب إلى الأسهم من وجهة الشريعة<sup>12</sup>. كما أن هناك من الدول التي ترغب بتنمية سوق الصكوك لديها تجد نفسها مقيدة بالمسائل الضريبية التي لا تتماشى مع متطلبات التمويل الإسلامي، وفي هذا الإطار أصدرت المملكة المتحدة إطاراً تشريعياً لتنظيم التمويل بالصكوك، حيث تعامل على أنها أدوات دين للأغراض الضريبية، بينما عدلت ماليزيا تشريعاتها الضريبية وقامت بتطبيق الحياد الضريبي الذي مكّنها من تطوير سوق الصكوك.

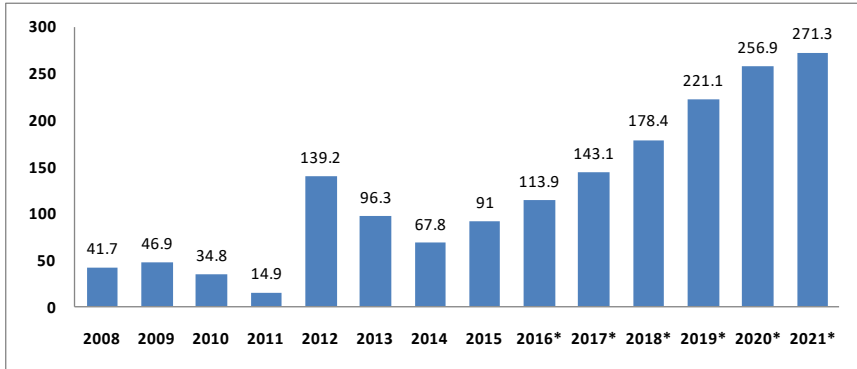
مما سبق يتضح أن من يوجه مسار الصكوك لتكون أدوات دين أو أسهم أو بالأحرى أدوات مشاركة ليست المعايير الشرعية، بل الإطار القانوني والجبائي والبيئة الاستثمارية للبلد الذي تصدر فيه الصكوك<sup>13</sup>.

نتيجة لذلك انحرفت هياكل الصكوك عن المعايير الشرعية المعتمدة، وتعرضت في عام 2008م وفي خضم الأزمة المالية العالمية 2008م لانتقادات عدة وشكك بعض العلماء في امتثالها لأحكام الشريعة، وفي ضوء تلك الانتقادات اجتمع مجلس إدارة هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية/آيو في (AAOIFI) وأصدر قرارات إضافية يجب الالتزام بها من قبل الجهات المصدرة لتجنب تعارض هياكل الصكوك مع الشريعة، مع السعي الجاد للآيو في (AAOIFI) بالتعاون مع الهيئات والمجامع الفقهية الأخرى لإعادة كتابة المعيار الشرعي للصكوك في ضوء التطورات الكبيرة التي حدثت في هذه السوق<sup>14</sup>.

**II-2-** إشكالية تداول الصكوك: من القضايا التقنية الأخرى التي تواجه الصكوك محدودية تداولها منذ نشأة سوقها إلى يومنا هذا، ويرجع ذلك إلى تفضيل معظم المستثمرين شراء الصكوك والاحتفاظ بها لحين موعد استحقاقها، وعلى الرغم من أن معايير الشرعية هي العامل الرئيسي الذي يحدد مدى قابلية الصكوك للتداول في السوق الثانوي، إلا أن هناك عوامل أخرى مؤثرة في الموضوع، وأحد أكثر الأسباب وروداً هو عدم كفاية العرض مقارنة بالطلب.



الشكل (2): الفجوة بين الطلب وعرض سوق الصكوك للفترة (2008-2021م). (بالمليار دولار)



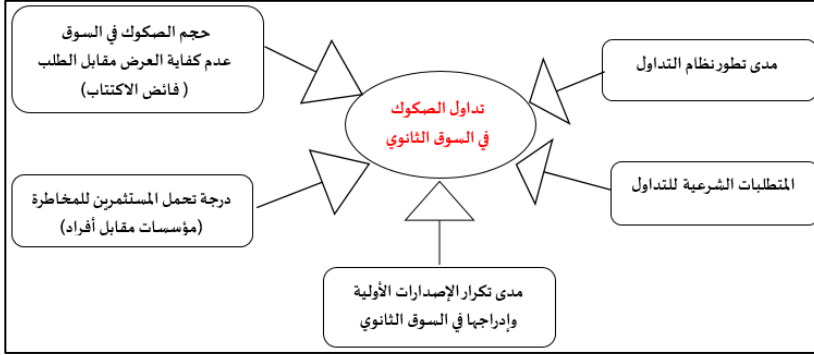
المصدر: ربيعة بن زيد (2020)، سلوك ومحددات عائد ومخاطرة الصكوك الإسلامية "دراسة نظرية وتطبيقية مقارنة على عينة مختارة من سوق الصكوك، الأسهم والسندات خلال الفترة (2008 - 2017 م)، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، ص 86 (مع تحيين معلومات الجدول).  
\*قيم تقديرية

يظهر من خلال الشكل رقم (2) أعلاه، اتساع مستمر لفجوة العرض عن طلب الصكوك خلال الفترة (2014-2021م)، حيث يلاحظ في كثير من الحالات وجود طلب كبير على الاكتتاب مقابل عرض الإصدارات، وبما أن العرض محدود يفضل المستثمرون الاحتفاظ بالصكوك، لأنهم لن يجدوا بديلاً مقارباً في حال بيع ما لديهم من صكوك.

ومن العوامل الأخرى المؤثرة على تداول حجم الصكوك المدرجة في أسواق الأوراق المالية هو مدى تكرارها واستمرارها، وقد أشار بعض الباحثين<sup>15</sup> إلى أن توافر الصكوك السيادية يعد عاملاً مؤثراً في تنشيط تداول باقي أنواع الصكوك لكونها توفر معياراً لتسعير الصكوك الأخرى<sup>16</sup>.

كما تعد آلية التداول من العوامل التي يمكن أن تؤثر أيضاً على حجم تداول الصكوك. فعلى عكس الأسهم لا يتم إدراج الكثير من الصكوك في السوق المنظمة، بل يتم تداولها في السوق الموازية، على غرار السندات. ويظهر الواقع عدم إدراج الصكوك في السوق المنظمة إلا لغرض الطرح الأولي، كما يلاحظ أن هناك اتجاه متزايد للاعتماد على التداول الإلكتروني للصكوك، ولكن إذا لم يكن هناك عرض كاف فلن يكون هناك تداول نشط<sup>17</sup>. ويلخص الشكل رقم (03) أدناه أهم العوامل المؤثرة على تداول الصكوك.

الشكل (03): العوامل المؤثرة على تداول الصكوك.



المصدر: ربيعة بن زيد (2020)، مرجع سابق، ص 87.

**II-3- قضايا التصنيف الائتماني للصكوك:** يعد التصنيف الائتماني (Credit Rating) وتطبيقه من أبرز القضايا المعاصرة لإصدارات الصكوك. واعتباراً لنظرة المستثمرين الحالية للصكوك خاصة الدولية منها على أنها أداة ذات دخل ثابت، فهم لا يستثمرون في أدوات الدخل الثابت غير المصنفة ائتمانياً، لكن نظرياً تصنيف الصكوك لا يختص بالمخاطر الائتمانية فحسب مثل السندات التقليدية بل يفترض أن يعتمد على عدة عناصر من أهمها صيغة العقد القائم بين مصدر وحملة الصكوك، لأن المخاطر التي يواجهها حملة الصكوك مستمدة من طبيعة ذلك العقد، من جهة أخرى، يُعد التصنيف مهماً للمصدرين لسهولة تسويق صكوكهم ويمكنهم من الحصول على أسعار أفضل، وزيادة مدة الاستثمار، وجذب المزيد من المستثمرين الذين يطلبون عادة أن تكون هذه الصكوك مصنفة من وكالات عالمية مثل (S&P, Fitch, Moody's)، لكن هذه الأخيرة لا تأخذ بعين الاعتبار مبدأ شرعية الصك من عدمه لأن الحكم على ذلك يُعد من أعمال الهيئات الشرعية، وكذا عدم أخذ مخاطر الآلية الشرعية (مخاطر الملكية) في اعتبارها عند منح التصنيف؛ إضافة إلى اعتمادها على معايير تصنيف الديون عند تصنيفها للصكوك، حيث يتم التركيز على الجدارة الائتمانية لمنشئ الصكوك أو المصدر، وضمان رأس المال والعائد<sup>18</sup>، هذه الخصائص نظرياً لا تكون ممكنة في كل هياكل الصكوك، وبالنظر في أنواع الصكوك المعمول بها في السوق يتبين أن صكوك الإجارة المنتهية بالتسليم مثلاً يمكن تصنيفها ائتمانياً نظراً لطبيعة هيكلتها، أما في الصكوك المبنية على المشاركات كصكوك المضاربة مثلاً فالصنيف الائتماني غير ممكن، لأن عقد المضاربة يقتضي عدم جواز ضمان

رأس المال من المضارب، وبالتالي لا يوجد عنصر ائتماني يمكن تصنيفه فنجد أن أغلب المصدرين والمستثمرين يعزفون عن هذا النوع من الصكوك<sup>19</sup>.

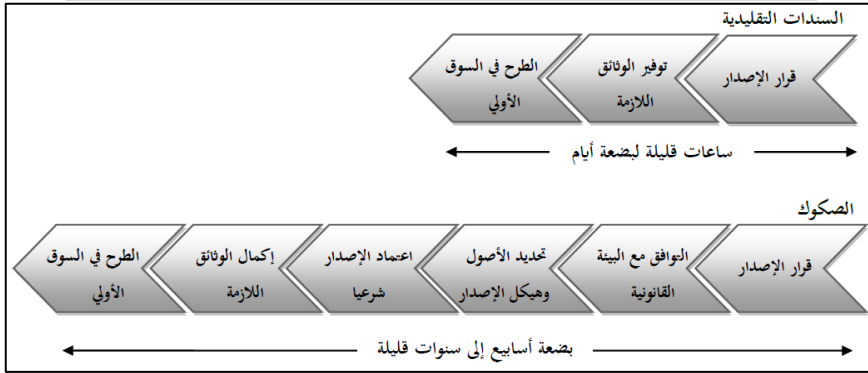
لذلك، نجد أن واقع التصنيف الائتماني للصكوك لا يعكس المخاطر الشرعية والمخاطر المختلفة التي تختص بها كل هيكلية يصدر الصك على أساسها من حيث نوع وطبيعة مخاطرها وأوزانها، ويرجع ذلك لقيام وكالات التصنيف الائتماني (Credit Rating Agency)\* ومكاتب المراجعة أو التدقيق الخارجية (External Audit) في تصنيفها للصكوك على نهج قريب جداً من تصنيف السندات التقليدية، وهذا ما يتطلب إيجاد وكالات تصنيف إسلامية تجمع بين التصنيف التقني (الائتماني) والتصنيف الشرعي للصكوك مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA)<sup>20</sup>، ولكن بالرغم من اهتمام هذه الوكالة بتصنيف قطاعات الصناعة المالية الإسلامية، إلا أن ممارستها الحالية تركز على التصنيف الشرعي للمؤسسات ولم تصل بعد في طرقاتها إلى التصنيف الائتماني والشرعي للمنتجات المالية الإسلامية كالصكوك<sup>21</sup>، وقد يرجع ذلك لعدم الاتفاق إلى حد الآن على منهجية واضحة حول تصنيف الصكوك. في هذا السياق عقدت العديد من الندوات والمؤتمرات وورشات العمل والأبحاث المشتركة بين فقهاء الشريعة والمالية الإسلامية والقانون وخبراء وكالات التصنيف لدراسة مخاطر كل عقد شرعي يصدر الصك على أساسه، وطرق التحوط والضمانات المطلوبة مع تحديد منهجية التصنيف المناسبة<sup>22</sup>، مع الإشارة إلى ضرورة الأخذ في الاعتبار الخلافات الشرعية الواردة في هيكلية الصك عند التصنيف إلى أن يتم الوصول لمعايير شرعية موحدة للصكوك.

**II-4- إشكالية واقع تسعير الصكوك:** رغم أن الصكوك جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية القائمة على مفهوم الفائدة الربوية، بتحقيقها عوائد ناتجة عن أداء أصول استثمارية تدعم إصداراتها وقائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، إلا أنه من الناحية العملية نجد أن تسعيرها مرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستويات أسعار الفائدة باتخاذها معدل الفائدة ليبور (Libor) أو نظرائه، كسعر مرجعي يُستشهد به في تحديد عوائد معظم إصدارات الصكوك لاسيما الدولية منها.

رغم النداء الذي أطلقه المشاركون في ندوة مشاكل البنوك الإسلامية التي نظمها مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب في الفترة ما بين 10-14 أبريل 1993م بجدة، والذي جاءت التوصية فيه: بـ "ضرورة الإسراع بإيجاد المؤشر المقبول إسلامياً الذي يكون بديلاً عن مراعاة سعر الفائدة الربوي في تحديد هامش الربح في المعاملات"<sup>23</sup>، وبالرغم من هذا النداء فقد ركنت المؤسسات المالية الإسلامية إلى استخدام الليبور مع ترديد مقولة مستمرة وهي أن هذا الاستخدام هو أمر مؤقت إلى حين إيجاد مؤشر إسلامي.

**II-5- تعقيد عملية إصدار الصكوك:** في الواقع، تعد عملية إصدار الصكوك الإسلامية أكثر تعقيداً من عملية إصدار السندات التقليدية، حيث تشير أهم الوكالات الدولية للتصنيف الائتماني إلى أنه بالرغم من عمليات تبسيط الإجراءات وتقليل فجوة التكاليف في عملية إصدار الصكوك، مازالت عملية إصدارها أكثر تعقيداً مقارنة مع إصدار السندات التقليدية، تحديداً من حيث الوقت اللازم، درجة التعقيد، الوثائق المطلوبة، تكاليف تجهيزها، الأطراف والجهات المختلفة الداخلة في عملية إصدار الصكوك وتحديداً الحاجة إلى تحديد الأصول المرتبطة بعملية الإصدار وذلك تلبيةً لمتطلبات الشريعة الإسلامية، ويشير الشكل رقم (04) إلى مقارنة عملية إصدار الصكوك مع عملية إصدار السندات التقليدية.

**الشكل (04): مدة إصدار الصكوك مقارنة مع مدة إصدار السندات التقليدية**

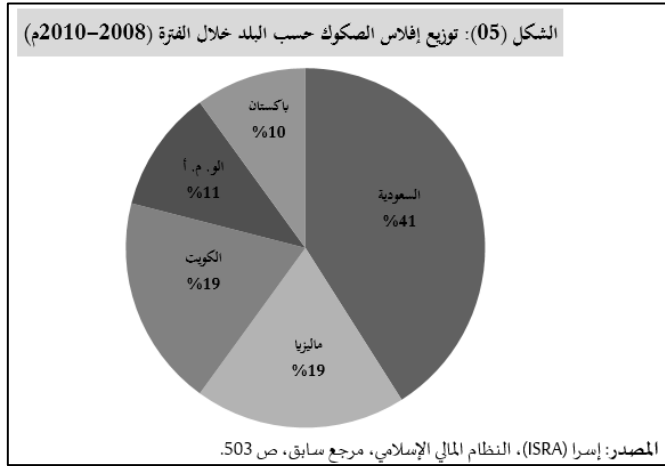


المصدر: هيئة سوق رأس المال الفلسطينية (2016)، تقرير حول: الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، الإدارة العامة للدراسات والتطوير، نوفمبر 2017، ص ص 36-37.

وقد أكد محمد الخنيف\*، أن الغالبية العظمى من الإصدارات في السوق الخليجية، لاسيما السوق السعودية تميل إلى هياكل الإصدار المعقدة والمتمثلة خصوصاً في الصكوك الهجينة، فبالنسبة للمستثمر الدولي فقد يصعب عليه فهم الإصدار بهذا الهيكل المعقد، لذلك يكون هناك علاوة سعرية لهذه الإصدارات عند طرحها بالسوق الدولية، مما قد تكبد الخزينة تكاليف إضافية عند إصدار الصكوك، على عكس ما إذا تم إصدارها وفق هيكلية الإجارة أو الوكالة بالاستثمار التي يغلب الطلب عليها في الآونة الأخيرة<sup>24</sup>.

**II-6- قضايا تعثر الصكوك**<sup>25</sup>: ظهر موضوع تعثر الصكوك على السطح عقب حالات التعثر التي شهدتها سوق الصكوك نتيجة تأثير الأزمة المالية العالمية 2008م على قطاعات معينة في الاقتصاد، رغم عدم تأثر الصناعة المالية الإسلامية بشكل مباشر بانهيار الأسواق المالية الغربية، إلا أنها

ازدادت حالات التعثر بشكل كبير خلال الفترة (2009-2010م) لتصل إلى حوالي 22 حالة حصلت بنسب متفاوتة موضحة في الشكل رقم (5) أدناه، والذي يظهر توزيع إفلاس الصكوك حسب البلد. وتبعاً لقاعدة بيانات المؤسسات المالية الدولية للصكوك تعرّض 16 صكاً في السوق للإفلاس المحقق في تلك الفترة، والباقي كان على حافة الإفلاس. وإذا ما قارنا قيمة الصكوك المفلسة البالغة 1.56 مليار دولار أمريكي بإجمالي قيمة الصكوك التي أصدرت في السوق والبالغة آنذاك 161 مليار دولار أمريكي، نجد أن حجم الإفلاس لا يمثل سوى 1% من السوق<sup>26</sup>.



تتمثل قضايا تعثر الصكوك من حيث التأطير الشرعي في عدم وجود تعريفٍ محدد ومنضبط لمفهوم إخفاق (إعسار) الصكوك، كما أن هناك الكثير من الجدل حول المعنى الفقهي له، وذلك بالنظر إلى أن حملة الصكوك هم في النهاية مالكو الأصول المدعومة بها إصدارات الصكوك، أما من حيث التطبيق فيتمثل الإشكال الواقع في حالات التعثر الأخيرة ما بين الفترة (2009-2010م) في أن حملة الصكوك ليس لديهم الملكية التامة للأصول الممثلة لإصدارات الصكوك المتعثرة، حيث لم يحق لهم الرجوع عليها. فبعد إعادة هيكلة بعض الصكوك المتعثرة من قبل مصدرها جرى اختبار هياكل الصكوك لأول مرة على أرض الواقع، وبرز معه التمييز بين مفهوم الصكوك المدعومة بالأصول مقابل الصكوك المرتبطة (القائمة) بالأصول. وقد أصبح من الواضح على نحو متزايد أن عدداً محدوداً من الصكوك يتمتع فعلاً بملكية الأصول، ما أدى إلى مخاوف متزايدة حول إمكانية حماية المستثمرين من المصدر في حالات إفلاس الصكوك<sup>27</sup>.

### III- الآفاق المستقبلية الأفضل لصناعة الصكوك الإسلامية:

لكي تتمتع صناعة الصكوك بمستقبل أفضل لابد من إجراءات كثيرة وجهد كبير، وتتمثل أفضل الحلول لمشكلاتها وتحدياتها في تلك التي يتفاعل معها أكبر عدد ممكن من الأطراف ذات العلاقة، من خلال وضع ضمن برنامج مهندسي الصكوك سواء أكانوا ممثلين للجهات الرقابية والإشرافية أم الجهات القانونية أم علماء الشريعة، تناول أمرين رئيسيين<sup>28</sup>:

- الأول: يتعلق بالتأطير على المستوى الكلي: إن جمع الصكوك بين الانضباط بأحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها في المعاملات المالية الإسلامية، وتحقيق التنافسية الدولية، ومن ثم جعلها البديل الشامل للسندات التقليدية؛ يتطلب مراعاة المتطلبات الكلية المتمثلة في: تطوير رأس المال البشري، توعية المستثمرين بالجوانب الشرعية، تحقيق الشمول المالي للمالية الإسلامية (Financial Inclusion)، تعزيز التواصل العالمي للمالية الإسلامية وتحقيق القيمة المضافة في جميع المجالات.

- الثاني: يتعلق بمستوى تطوير الأدوات والآليات؛ والمتمثلة خاصة في: هندسة منتجات قائمة على المشاركة، هندسة منتجات تتواءم وأجال التمويل، تطوير آليات حماية رأسمال الصكوك والحياد الضريبي.

كما نرى أن أهم ما ينبغي أن يوضع ضمن الآفاق المستقبلية لمنظري المالية الإسلامية إذا أرادوا تطوير صناعة الصكوك، إيجاد حلول للمشاكل التي تواجهها من خلال ترشيد إصدارات الصكوك كإحدى الحلول للتحديات والقضايا التي تعاني منها صناعتها وسوقها.

والمقصود بالترشيد تغيير نظرة السوق إليها بما يتفق مع طبيعتها الشرعية، على أنها أدوات استثمار (لا أدوات دين) يتحمل حملتها مخاطر الاستثمار فيها وفق الضوابط الشرعية، ويشمل ذلك رأس المال وعوائده، مع استمرار الرقابة الشرعية عليها إلى إطفائها. ولتحقيق ذلك لابد من إصدار صكوك مدعومة بالأصول، تتوفر فيها ما يلي<sup>29</sup>:

- 1- أن تثبت لحملة الصكوك ملكية شرعية وقانونية لأصول الصكوك (تسجيل الملكية العقارية باسم حملة الصكوك لدى الشركة ذات الغرض الخاص)؛
- 2- أن يكون لحملة الصكوك حق الرجوع على أصول الصكوك؛
- 3- أن يتحمل حملة الصكوك مخاطر هلاك أو تلف أصول الصكوك، وكذلك تقلب عوائدها، وفق الضوابط الآلية المستخدمة؛

4- أن يتحمل حملة الصكوك النفقات والمصاريف المباشرة الخاصة بأصول الصكوك وأنشطة استثمارها؛

5- أن لا يقتصر دور الهيئة الشرعية على اعتماد آلية ومستندات الصكوك بل يمتد إلى إطفاء الصكوك؛

6- أن يعزز كل ذلك بتشريعات ومعايير ملزمة من قبل الجهات الرقابية وأسواق إدراج الصكوك.

يؤدي توفر تلك الشروط في إصدارات الصكوك إلى تحقيق ما يلي:

✓ إخراج أصول الصكوك من ميزانية الجهة المنشئة للصكوك محاسبياً (لن يقتصر ذلك على أن يكون مطلباً شرعياً)؛

✓ تطبيق معايير محاسبية على الصكوك تناسب طبيعتها الاستثمارية؛

✓ وما إن تأخذ وكالات التصنيف الائتماني جودة وكفاءة الأصول في اعتبارها عند تصنيف الصكوك وشرعيتها، فلن ينظر إلى الصكوك على أنها أدوات دين (أو دخل ثابت)؛

✓ إنشاء سوق مستقلة لإدراجها وتداولها.

والمحصلة في النهاية أو الغاية هي أن ترقى صناعة الصكوك إلى رؤيتها المثالية بتوافق إطارها النظري مع الممارسة الفعلية لها (التطبيق).

#### IV - تحديات صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر والحلول المقترحة لها:

يمكن الإشارة هنا إلى أنه بمقارنة التحديات التي تختص بها صناعة الصكوك الإسلامية في العالم والتي رأيناها في المحور الأول من هذا البحث مع تحديات صناعة هذه الصكوك في الجزائر، فإن هناك بعض التحديات قد لا تظهر في بداية التجربة عند هذه الأخيرة لأنها لازالت قيد التصور ولم تنشأ أصلاً، ومازالت طور التأطير القانوني والتشريعي والتنظيمي ... وغيرها، لذلك سنركز أكثر في هذا المحور على تحديات الجانب القانوني والتنظيمي.

#### IV-1- التحديات القانونية والتنظيمية لصناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر والحلول المقترحة لها:

IV-1-1- القانون التجاري: لا يمكن الإقرار بأنه يوجد حالياً اعتراف قانوني وصریح بالصكوك الإسلامية في الجزائر سواء منها الخاصة أو السيادية الحكومية، فبالنسبة للصكوك الخاصة فمن المعلوم أن القانون التجاري في الجزائر لا يعترف بأداة مالية إسمها الصكوك الإسلامية، ولا يتيح إصدار صكوك الاستثمار بصفتها تمثل حقوق ملكية متساوية القيمة ومشاعة في أعيان أو منافع أو

خدمات، أو حصص في شركات دون أن يكون لحاملها صفة المساهمين، فالقيم المنقولة التي يتيح القانون لشركات الأسهم إصدارها هي إما أسهم (وهي لا تشكل بديلاً عن الصكوك بجميع أنواعها) أو سندات بفائدة ربوية محرّمة.

لذلك يمكن إضافة فقرة للفصل المتعلق بالقيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة تؤسس للصكوك الإسلامية، باعتبارها تمثل<sup>30</sup>:

- حقوق ملكية مشاعة في أعيان أو منافع أو خدمات لصكوك المرابحة والسلم والاستصناع والإجارة.

- حقوق ملكية مشاعة في موجودات مشروع معين دون أن يكون لحاملها صفة وحقوق والتزامات المساهم (صكوك المشاركات كالمشاركة والمضاربة)، حيث يُسمح بإضافة الصكوك الإسلامية كنوع من أنواع القيم المنقولة المتداولة في السوق المالي الجزائري والمذكورة في أحكام القانون التجاري وتداولها في بورصة الجزائر<sup>31</sup>.

أما بالنسبة للصكوك السيادية ورغم الغياب في القانون التجاري كما أشرنا، فيمكن اعتبار أن الإطار القانوني كان موجوداً ولو على نطاق ضيق جداً، ولكنه يحتاج إلى الكثير من التوضيح، فقد جاء في المادة 93 من قانون المالية لسنة 2018 مايلى:

"يرخّص لوزير المالية القيام بما يأتي: ... إصدار سندات سيادية، على المدى المتوسط والطويل، موجّهة للأشخاص الطبيعيين والمعنويين، من أجل المشاركة في تمويل المنشآت، و/أو التجهيزات العمومية ذات الطابع التجاري للدولة"<sup>32</sup>.

وبالرغم من أن قانون المالية المذكور لا يشير إلى أي صفة إسلامية لتلك السندات السيادية، إلا أن مشروع ذلك القانون (وقد كانت المادة المذكورة تحمل فيه رقم 89) جاء في عرض الأسباب أو شرح هذه المادة مايلى<sup>33</sup>:

"ويهدف اقتراح إصدار السندات السيادية في إطار التمويل التساهمي، المسخّي إسلامي، وفقاً لما هو مقترح في مشروع قانون المالية لعام 2018، إلى إشراك مالكي السندات المكتتبة لتمويل مشاريع البنى التحتية و/أو التجهيزات ذات الطابع التجاري للدولة".

وبما أن قانون المالية (في صيغته النهائية) لا يشير إلى عرض الأسباب أو الشرح، فقد بقيت عبارة "السندات السيادية" لوحدها لا تفيد بالضرورة بأنها إسلامية، ويبقى هذا الإطار القانوني غامضاً رغم أنه أول محاولة لتقنين عملية إصدار الصكوك الإسلامية في تاريخ الجزائر المستقلة.



ثم جاء بعد ذلك اعتراف آخر أكثر وضوحاً بالصكوك الإسلامية وذلك في النظام رقم 20-03 المتعلق بنظام ضمان الودائع المصرفية، حيث جاء فيه بخصوص كيفية استثمار الأموال التي تشارك بها البنوك الإسلامية وكذلك الشبايك الإسلامية في صندوق ضمان الودائع ما يلي: "لا يمكن تحقيق توظيف العلاوات المتأتبة من ودائع "شباك الصيرفة الإسلامية" إلا من خلال شراء سندات أو صكوك مصدرة أو مضمونة من طرف الدولة وتستجيب لمبادئ الشريعة"<sup>34</sup>. ويبدو أن الأمر هنا لا يقتصر على الشبايك الإسلامية فقط بل يتعداه أيضاً إلى البنوك الإسلامية كاملة الصفة.

IV-1-2- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB: في تقرير للجنة ومراقبة عمليات البورصة COSOB صادر سنة 2010، رفضت هذه اللجنة الاعتراف بما يسمى بالصكوك الإسلامية وذلك لعدم اعتراف القانون التجاري بها كما أشرنا سابقاً، وأيضاً لغياب سند قانوني للتعامل بها والمقصود هنا الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) والتي نجدها في بعض أنواع الصكوك الإسلامية<sup>35</sup>.

لذلك لا بد من تعديل النصوص القانونية واللوائح التنظيمية الداخلية لعمل البورصة في الجزائر، لكي تُدمج ضمن الأدوات المالية المتداولة بها أداة الصكوك الإسلامية بنوعها الخاص والسيادي، خاصة وأن هذا الأخير سوف تحتاجه البلاد كثيراً في تمويل مشاريع البنى التحتية أو تمويل العجز في الموازنة، وهذا الموضوع لا يزال قيد الدراسة بين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ووزارة المالية.

IV-1-3- القانون المدني: يرى بعض الباحثين بأن القانون المدني في الجزائر يُجمل الملكية في شكل واحد وهي ملكية قانونية تشمل حق التمتع والتصرف في الشيء مع بقية عناصره الجوهرية دون فصل بينها، فتحويل حق التصرف في الشيء من شخص لآخر يقتضي تحويل بقية الحقوق معه بشكل غير قابل للتجزئة، وهو ما لا يتوفر في بعض أنواع الصكوك خاصة منها صكوك الإجارة في حالة تمويل مشاريع البنى التحتية من مطارات وموانئ وغيرها، ولذلك هو يقترح تعديل هذا القانون خاصة المادتين 674 و 675 للفصل بين الملكية القانونية والملكية النفعية (حق الإنتفاع)، ووضع استثناء خاص ببعض المعاملات المالية خاصة الصكوك<sup>36</sup>.

IV-1-4- القوانين الضريبية: تتميز الضرائب في الجزائر بأنها تُؤخذ من مصادر وقوانين متعددة، لذلك يجب إدراج مادة في كل من قانون الضرائب المباشرة وقانون الضرائب غير المباشرة وقانون التسجيل وقانون الطابع تنص على أن تُعامل عمليات الشراء ثم البيع للبنوك الإسلامية كأنها عملية واحدة، لأن هذه العمليات التي تحدث في بعض صيغ التمويل الإسلامي قد تجسدها الصكوك

الإسلامية، وذلك تفادياً لأي ازدواج ضريبي قد تتعرض له هذه العمليات، وكما هو معمول به على عمليات الائتمان الإيجاري<sup>37</sup> الذي يطبّقه كلا النوعين من البنوك التقليدية والإسلامية، وإن كانت هذه الأخيرة تسميه عادة الإجارة المنتهية بالتمليك.

فعلى سبيل المثال، لم تستطع البنوك الإسلامية في الجزائر تطبيق صيغ التمويل الإسلامي في العقارات كالمرابحة والاستصناع وغيرها من الصيغ التي تتم فيها نقل ملكية العقار إلى الزبون، واقتصرت في هذا المجال على تطبيق صيغة الإجارة المنتهية بالتمليك أو ما يسمى في البنوك التقليدية: Leasing أو Crédit-bail، وذلك بعد أن تمكّنت (عن طريق ممثلها في جمعية البنوك والمؤسسات المالية ABEF) من إدراج مادة في قانون المالية لسنة 2006 تفيد بالإعفاء من حقوق التسجيل عند نقل الملكية إلى الزبون في نهاية المدة<sup>38</sup>، وعلى ضوء تلك المادة تمّ تعديل قانون التسجيل بما يفيد ذلك أيضاً<sup>39</sup>، وتطبيقها لتلك الصيغة جاء للاستفادة من ذلك الإعفاء.

كما يجب أيضاً تعديل القوانين المنظمة للضرائب، بحيث أنه واعترافاً بعمليات التمويل الإسلامي في حالة تجسيدها في الصكوك الإسلامية والتي تعتمد على الشراء والبيع، يجب أن تُعفى العمليات الخاصة بها من بعض الضرائب والرسوم منعاً للإزدواج الضريبي الذي يؤدي في النهاية إلى تضخيم ثمن السلعة، كما هو الأمر بالنسبة للرسم على النشاط المهني TAP<sup>40</sup>.

فإذا كان قانون المالية التكميلي لسنة 2020 وقانون المالية لسنة 2021 قد حاولا توفير الكثير من الإعفاءات الضريبية لحل الإشكالات السابقة في تعاملات البنوك الإسلامية، فالمطلوب توفير مثل هذه الإعفاءات أيضاً في الصكوك الإسلامية في حالة بدء العمل بها لأنها تجسد في النهاية صيغ التمويل الإسلامي كما أسلفنا.

IV-1-5- قانون التوريق: بالرجوع إلى القانون رقم 05/06 الصادر بتاريخ 20 فبراير 2006م والمتضمن توريق القروض الرهنية، فإن عملية التوريق لا تتوافق مع التكييف الشرعي لعملية التصكيك، ويلاحظ أن هذا القانون يعرّف عملية التوريق بتحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية<sup>41</sup>، أي أنه حصر عملية التوريق في الديون العقارية، وهذا لا يتوافق مع التكييف الشرعي لعملية التصكيك والتي تعني تحويل الأصول والموجودات في أي مشروع إلى أجزاء، يمثل كل منها صكاً قابلاً للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية. هذا فضلاً عن المخالفات الشرعية التي تشوب عملية التوريق لأنها تعني تحويل قروض البنك أو ديونه إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي بيع وتداول للديون. ونرى أن وضع قانون خاص بالصكوك الإسلامية في الجزائر سوف

يحل هذا الإشكال ولن يضطرننا ذلك إلى تعديل هذا القانون الخاص بالتوريق لأن لكل منهما مجال عمله.

IV-1-6- غياب قانون خاص بالصكوك الإسلامية: من المعلوم أنه لا يوجد حالياً قانون خاص بالصكوك الإسلامية ينظم إصدارها وتداولها وكل ما يتعلق بها، لذلك نرى أنه من الأفضل إصدار قانون تفصيلي وخاص بالصكوك الإسلامية على غرار الكثير من الدول العربية والإسلامية، ومنها البلدان المجاورة (القانون رقم 30 لسنة 2013 بالنسبة لتونس، وقانون التسييد لسنة 2013 بالنسبة للمغرب)، إذ أن ذلك سيحل الكثير من الإشكالات القانونية والتنظيمية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية في الجزائر، ويمكن في هذا الصدد أن تقوم شركة إعادة التمويل الرهني SRH بدور الشركة ذات الغرض الخاص SPV وأن لا يقتصر دورها على مجال الرهونات العقارية من خلال تعديل النصوص القانونية المنظمة لها<sup>42</sup>.

ونرى هنا أيضاً ضرورة أن يستفيد هذا القانون من القوانين السابقة التي تم إصدارها والخاصة بالصكوك الإسلامية في العديد من البلدان العربية والإسلامية حتى يتم تفادي الأخطاء السابقة التي وقعت فيها التجربة في تلك البلدان، ففي دراسة على قوانين الصكوك الإسلامية في كل من: السودان، الأردن، مصر، تونس، تبين أن هناك العديد من المحاور المشتركة بين هذه القوانين تتمثل خاصة في: وجوب تشكيل هيئة رقابة شرعية وضبط اختصاصاتها، تحديد عقود التمويل الإسلامي التي تصدر على أساسها الصكوك، تحديد الجهات المصدرة لها، تحديد المشروعات التي تصدر الصكوك من أجلها، تنظيم مراحل العملية منذ بدءها حتى الإطفاء، تحديد الإعفاءات الضريبية، تحديد محتويات نشرة الإصدار ... إلخ<sup>43</sup>.

#### IV-2- تحديات أخرى وحلول مساعدة لنجاح تجربة الصكوك الإسلامية في الجزائر:

على ضوء تحديات أخرى قد لا تكون مطروحة بحدّة مثل السابقة، يمكن أن نطرح حلولاً مساعدة بشكل أكبر على نجاح تجربة إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في الجزائر، وهي:

IV-2-1- مشكلة غياب أو نقص ثقافة الاستثمار في البورصة: من المعلوم أن بورصة الجزائر التي تأسست في التسعينيات من القرن الماضي بقيت ضعيفة الأداء، بل هي من أضعف البورصات العربية أداءً إلى يومنا هذا، وهذا راجع لأسباب كثيرة كقلة عدد المؤسسات المدرجة فيها إذ أن الكثير من المؤسسات الاقتصادية الخاصة في الجزائر يغلب عليها الطابع العائلي فضلاً عن كونها ليست شركات مساهمة أو غير ذات رأس مال مفتوح، إضافة إلى عدم وجود ثقافة الاستثمار في البورصة لدى الشعب الجزائري والذي كان نتيجة للعوامل السابقة، لذلك يجب على السلطات أن تعمل على نشر

ثقافة التعامل في البورصة، بإعادة الاعتبار لهذه الأخيرة أولاً وجعلها مصدراً هاماً لتمويل الاقتصاد غير البنوك، وبمعالجة كل مسببات ضعف أدائها والتي أشرنا إليها سابقاً، لأن البورصة ستشكل سوقاً ثانوية مهمة لتداول الصكوك الإسلامية.

2-2-IV- ضعف المدخرات نتيجة الأزمة المالية التي تمر بها البلاد: يدخل هذا ضمن تحدي الظروف الاقتصادية السائدة والذي أشرنا إليه سابقاً ضمن التحديات العامة للصكوك، حيث منذ انهيار أسعار النفط منتصف سنة 2014 أصبحت الجزائر تعاني من صعوبات مالية بسبب شح الموارد، إذ أنها تعتمد على الإنفاق العمومي بالدرجة الأولى لتحفيز النمو، ومع تراجع هذا الإنفاق دخل الاقتصاد الوطني في ركود وقد ازداد حدة بعد أزمة كوفيد-19، ومع التعافي التدريجي من هذه الأزمة وتزايد الأسعار عالمياً أصبح الاقتصاد الجزائري يعاني من ركود تضخمي، أثر كثيراً على القدرة الشرائية للمواطن وبالتالي ضعف مدخراته، فقد بلغ مستوى السيولة لدى البنوك الجزائرية 632.3 مليار دج في نهاية سنة 2020<sup>44</sup> علماً بأن إجمالي حجم الكتلة النقدية في الجزائر يتجاوز 17000 مليار دج.

لذلك لا بد أولاً من مباشرة إصلاحات اقتصادية عميقة لتحسين الوضع الاقتصادي العام في البلاد وتحسين القدرة الشرائية للمواطن، إضافة إلى وضع محفزات على الادخار قدر الإمكان، مثل منح جوائز للمدخرين في البنوك من طرف هذه الأخيرة، وعلى سبيل المثال يمكن الاستفادة من تجربة مصرف السلام الجزائر والذي يجرى قرعة سنوية لحاملي دفتر التوفير والادخار باسم "عمرتي" والفائز يفوز بعمرّة مجانية مهداة من البنك.

3-2-IV- مشكلة المرجعية الشرعية العليا غير الموثوق فيها: تشكل المرجعية الشرعية للشعب الجزائري في المعاملات المالية خاصة تحدياً آخر أمام نجاح تجربة الصكوك الإسلامية (رغم وحدة المذهب التي تبدو ظاهرياً)، ففي إطار توجه السلطات العليا للبلاد نحو تطبيق المالية الإسلامية وجعلها أحد مصادر تمويل الاقتصاد الوطني، تم إنشاء الهيئة الشرعية الوطنية للإفتاء للصناعة المالية الإسلامية بالمقرر رقم 01-20 الصادر في 01 أفريل 2020 عن المجلس الإسلامي الأعلى، وتشكل من معظم أعضاء المجلس وبتأسيها رئيس المجلس نفسه، وذلك لتتولى مهمة الإفتاء لإنشاء صناعة مالية إسلامية في الجزائر بمكوناتها الثلاثة (الصيرفة الإسلامية، التأمين التكافلي، الصكوك الإسلامية). لكن المشكلة تكمن في كون أعضاء هذه الهيئة لا يلقون الإجماع والثقة على المستوى الوطني، فضلاً عن كون بعض أعضائها غير مختص في المعاملات المالية الإسلامية والإفتاء فيها، بل إن بعض هؤلاء قد أفقّ سابقاً في مثل هذه المعاملات وأخطأ.

وبما أن الشعب الجزائري يتحرز كثيراً من الوقوع في شبهة الربا، فيجب إعادة النظر في تركيبية هذه الهيئة، وجعل عضويتها لمن له باع في الإفشاء في المعاملات المالية الإسلامية وله بحوث معمقة فيها، ويحظى بثقة الشعب في هذا المجال.

#### الخاتمة:

تواجه الصكوك الإسلامية وسوقها بصفتها صناعة متخصصة تحديات وقضايا كبيرة، تجعل القائمين عليها والخبراء والباحثين في مجالها أمام مسؤولية إيجاد حلول لها، وذلك لأداء أفضل لهذه الصكوك، ولتضطلع بدور أكبر في تمويل التنمية في مختلف الاقتصاديات خاصة في البيئات الإسلامية، وأيضاً وهو الأهم أن لا تفقد بريقها الذي اكتسبته في السنوات الأخيرة كأداة مالية إسلامية هامة بفقدان الثقة فيها مستقبلاً، بعد أن أصبحت تتحول تدريجياً إلى التحلي بخصائص السندات التقليدية الربوية.

وأهم ما يمكن الخروج به من هذا البحث كنتائج ما يلي:

- يعتبر تضارب الفتوى، إشكالية الملكية بين النوعين من الصكوك (المدعومة بالأصول والقائمة على الأصول)، التحديات القانونية والرقابية، تحديات المتطلبات التسويقية والتنافسية، تحديات الظروف الاقتصادية السائدة، أهم التحديات التي تواجهها الصكوك الإسلامية حالياً، والتي تنتظر إجراءات وتدابير لمواجهتها.

- يعتبر اتجاه الصكوك الإسلامية تدريجياً إلى التحول نحو أدوات الدين الثابت وأخذ خصائصها أكثر من أدوات المشاركة، إشكالية تداول الصكوك والفجوة بن عرضها والطلب عليها، التصنيف الائتماني للصكوك من طرف وكالات التصنيف الائتماني (العالمية لا تأخذ بعين الاعتبار الجانب الشرعي، والإسلامية لا تأخذ بعين الاعتبار الجانب الائتماني)، تسعير الصكوك بالاعتماد على معدل الفائدة العالمي "ليبور LIBOR" ونظرائه في ظل غياب مؤشر إسلامي في هذا المجال، تعقيدات عملية إصدار الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية، تعثر الصكوك وحماية المستثمرين، أهم القضايا التي تشغل صناعة الصكوك والتي تنتظر الحلول من المختصين في المجال.

- تعتبر مواد القانون التجاري، القوانين الداخلية واللوائح التنظيمية للبورصة، القانون المدني، القوانين الضريبية، إضافة إلى غياب قانون خاص بالصكوك الإسلامية أهم التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجهها صناعة الصكوك الإسلامية في الجزائر، وبالتالي يتطلب الأمر تعديل هذه القوانين بما يسمح بإقامة هذه الصناعة وبأدائها بشكل مريح، إضافة إلى سن قانون خاص بالصكوك على غرار بلدان عربية وإسلامية عديدة.

- تعتبر مشكلة غياب أو نقص ثقافة الاستثمار في البورصة، ضعف الادخار نتيجة الأزمة المالية التي تمر بها البلاد منذ عدة سنوات، إضافة إلى مشكلة المرجعية الشرعية العليا غير الموثوق فيها تحديات أخرى أمام إقامة صناعة للصكوك الإسلامية في الجزائر وإن بدرجة أقل حدة من السابقة، والتي تنتظر حلولاً من المسؤولين أيضاً.

وكتوصية لهذا البحث، ومن أجل مستقبل أفضل لصناعة الصكوك الإسلامية، يجب الأخذ بعين الاعتبار أمرين رئيسيين:

- الأول: يتعلق بالتأطير على المستوى الكلي: تجب مراعاة المتطلبات الكلية المتمثلة في: تطوير رأس المال البشري، توعية المستثمرين بالجوانب الشرعية، تحقيق الشمول المالي للمالية الإسلامية، تعزيز التواصل العالمي للمالية الإسلامية، وذلك من أجل الوصول إلى صكوك تجمع بين الانضباط بأحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها في المعاملات المالية الإسلامية، وتحقيق التنافسية الدولية، ومن ثم جعلها البديل الشامل للسندات التقليدية.

الثاني: يتعلق بمستوى تطوير الأدوات والآليات: والمتمثلة خاصة في: هندسة منتجات قائمة على المشاركة، هندسة منتجات تتلاءم وآجال التمويل، تطوير آليات حماية رأسمال الصكوك والحياد الضريبي.

### قائمة المراجع:

<sup>1</sup> محمد أكرم لال الدين، وسعيد أديكونلي ميكانل (2015)، تحديات عمليات إصدار الصكوك "دراسة استكشافية تحليلية"، ورقة بحثية مقدمة لندوة: "الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، الجمعية التونسية للاقتصاد الإسلامي بتعاون مع البنك الإسلامي للتنمية والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (إسرائيل)، تونس، 28-29 مارس 2015م.

<sup>2</sup> سعيد محمد بوهراوة (2015)، الإشكالات الشرعية المتعلقة بإصدارات الصكوك، ورقة بحثية مقدمة لندوة: "الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية"، تونس، 28-29 مارس 2015م، ص 150.

<sup>3</sup> محمد لال الدين، وسعيد ميكانل، تحديات عمليات إصدار الصكوك، مرجع سابق.

<sup>4</sup> سعيد بوهراوة، حسين سعيد (2016)، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، مجمع: "ندوة البركة السادسة والثلاثين للاقتصاد الإسلامي"، هيلتون، جدة، المملكة العربية السعودية، رمضان 1436هـ، ص 169. بتصرف

<sup>5</sup> محمد لال الدين وسعيد ميكانل، تحديات عمليات إصدار الصكوك، مرجع سابق، ص 11

<sup>6</sup> سعيد بوهراوة، وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص 168.

<sup>7</sup> أنظر: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيو في AAOIFI) (2015م)، المعايير الشرعية - النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر 1438هـ/ديسمبر 2015م، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 467.

<sup>8</sup> عبد الباري مشعل (2013)، الصكوك بين الأسهم والسندات، مقال منشور بمجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، عدد متخصص رقم: 80، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، 2013/01، ص 65

<sup>9</sup> محمد السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه سيادية، مرجع سابق

<sup>10</sup> الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية (إسرا ISRA) (2016م)، النظام المالي الإسلامي "المبادئ والممارسات"، ط 1، ترجمة ونشر كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، برنامج كرسي للبحث، جامعة محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، ص ص 494-495.

<sup>11</sup> محمد السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه سيادية، مرجع سابق.

<sup>12</sup> إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 495.

<sup>13</sup> إسرا (ISRA)، المرجع السابق.

<sup>14</sup> محمد السحيباني، دور الصكوك السيادية وشبه سيادية، مرجع سابق.

<sup>15</sup> Rabindranath. V, & Gupta. P(2010) , An Overview-Sukuk Market in Saudi Arabia, Kuwait, Watheeqa Company .

<sup>16</sup> إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 496، بتصرف.

<sup>17</sup> اعتمادا على: إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 498.

<sup>18</sup> ناصر بن عبد الرحمن الداود (2018)، صكوك الجمع بين المضاربة والمراعاة (التورق)، مجمع "لمؤتمر أيوفي السادس عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، مملكة البحرين، 8-9 أبريل 2018، ص ص 186-187. وسعيد بوهراوة وحسين سعيد، الصكوك والتحديات الشرعية، مرجع سابق، ص 168، بتصرف.

<sup>19</sup> ناصر عبد الرحمان، صكوك الجمع بين المضاربة والمراعاة، مرجع سابق، ص 187.

\* بالرجوع إلى معايير تصنيف الصكوك الصادر عن وكالة التصنيف فيتش Fitch Rating مثلا، نجد أنه يعمل على تصنيف الصكوك الذي يكون فيها الرجوع بالكامل على المنشئ فقط، كما هو الحال مع إصدار السندات التقليدية وسماها بالصكوك المدعومة من المنشئ، للزميد من التفاصيل أنظر معايير تصنيف الصكوك "المعايير العالمية المشتركة بين القطاعات، متاح على الرابط: [https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr/202016\\_AR.pdf](https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr/202016_AR.pdf)، تاريخ التحميل: 2017/12/15م.

<sup>20</sup> بدأت الوكالة بالعمليات الموكلة إليها في جويلية 2005م، تعمل الوكالة على منح التصنيفات السيادية، والائتمانية، والجودة الشرعية وحوكمة الشركات، فمن خلال التصنيفات السيادية والائتمانية تقيّم الوكالة إمكانية تسديد المدين ديونه في الوقت المناسب، أما تصنيفات الجودة الشرعية فهي تقيّم مستوى الامتثال لمبادئ الشريعة للمؤسسات ومنتجاتها

<sup>21</sup> محمد حمو (2017)، تصنيف المؤسسات المالية وفقا للجودة الشرعية من طرف الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، مقال منشور بمجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، السداسي الثاني 2017، جامعة حسية بن بوعللي، الشلف، الجزائر، ص 307.

<sup>22</sup> نجلاء بنت محمد البقي (2013)، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها "دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة"، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات

الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 05-21، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، ص 175-176. بتصرف

<sup>23</sup> للمزيد من التفاصيل أنظر: مجمع الفقه الإسلامي الدولي (IIFA)، قرارات الندوات الثلاثة الفقيه الاقتصادية، بجدة، 22 - 18 شوال 1413 هـ / 10-14 أبريل 1993 م، متاح على الرابط: <http://www.fiqhacademy.org.sa/>، تاريخ التصفح: 2019/04/04

<sup>\*\*</sup> محمد الخنيفر، خبير ومتخصص في أسواق الدين لدى مجموعة البنك الإسلامي للتنمية.

<sup>24</sup> محمد خالد الخنيفر، ثورة إصدارات صكوك بازل الداعمة للقاعدة الرأسمالية للبنوك السعودية، مقال متاح على الرابط: <http://www.al-jazirah.com/2017/20170507/ec10.htm>، نشر بتاريخ يوم الأحد 2017/05/07، تاريخ التصفح 2017/12/14.

<sup>25</sup> و يجدر التنويه هنا لاعتقاد خاطئ أن الاستثمار في الصكوك المتوافقة مع الشريعة سيكون في مأمن عن الإفلاس، فهذه العبارة ليست دقيقة، لأن بعض هيكل الصكوك القائمة على البيوع (المداينات) تقدم تمويلاً بالدين للمصدر والذي قد يتعرض للإفلاس؛ أما فيما يتعلق بالصكوك القائمة على الشراكة والتأجير، فإن هيكلتها تغير بشكل واضح من درجة مخطر إفلاس هذه الصكوك.

<sup>26</sup> إسرا (ISRA)، النظام المالي الإسلامي، مرجع سابق، ص 501.

<sup>27</sup> عمار عودة (2010)، إخفاق/عسار بعض إصدارات الصكوك: الآثار والأسباب، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 10-11 جمادى الثانية 1431 هـ الموافق 24-25 ماي 2010 م

<sup>28</sup> سعيد بوهراوة وحسين سعيد، الصكوك والتحديات، مرجع سابق، ص ص 176-177.

<sup>29</sup> أسيد الكيلاني (2018)، صكوك الشق الأول (الشريعة الأولى) من رأس المال، وفق معايير بازل، مجمع "مؤتمر أيوفي السنوي السادس عشر للهيئات الشرعية"، 8-9 أبريل 2018 الموافق 22/23 رجب 1439 هـ، مملكة البحرين.

<sup>30</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد (2014)، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، سطيف/الجزائر، يومي 05، 06 ماي 2014.

<sup>31</sup> راجع أحكام القانون التجاري، القسم الحادي عشر، الفصل الثالث، الكتاب الخامس (أي طبعة).

<sup>32</sup> راجع المادة 93 من قانون المالية لسنة 2018، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 76، السنة 54، الصادر في 2017/12/28، ص 41.

<sup>33</sup> راجع المادة 89 من مشروع قانون المالية لسنة 2018 (قبل المصادقة عليه من طرف البرلمان).

<sup>34</sup> المادة 9 من النظام رقم: 20-03 المؤرخ في: 15/03/2020 المتعلق بنظام ضمان الودائع المصرفية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16 الصادر في: 2020/03/24، ص 36.

<sup>35</sup> COSOB, 2010: Rapport Annuel, Alger, , p 29.

<sup>36</sup> عبد الحق بادا (2021)، الصكوك الإسلامية بين التنظير والتطبيق، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 11، العدد 04، جويلية 2021، ص 160، 166.



<sup>37</sup> ناصر حيدر (2011)، المتطلبات القانونية والتنظيمية والجبائية لإنشاء مؤسسات مالية إسلامية في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: "صناعة الخدمات المالية الإسلامية وآفاق إدماجها في السوق المالي والمصرفي الجزائري"، المنعقد بالمدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 17-18 أكتوبر 2011م.

<sup>38</sup> راجع المادة 19 من قانون المالية لسنة 2006، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 85، الصادر في 2005/12/31، ص 7.

<sup>39</sup> راجع المادة 258 (البند الثامن)، قانون التسجيل، المديرية العامة للضرائب، وزارة المالية/الجزائر، نشرة 2012، ص 70.  
<sup>40</sup> سليمان ناصر (2019)، نحو بيئة ملائمة لعمل البنوك الإسلامية في الجزائر، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الرابع للصناعة المالية الإسلامية حول "تحديات الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين طموحات السياسة المالية والممارسات البنكية"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 17، 18 نوفمبر 2019.

<sup>41</sup> أنظر: المادة رقم 02 من القانون رقم 05/06، الصادر في 20 فبراير 2006، المتضمن توريق القروض الرهنية.  
<sup>42</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد (2014)، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، مرجع سابق.

<sup>43</sup> سميرة مشراوي، حنان عمر اوي (2020)، "التأطير القانوني لإصدار الصكوك بالجزائر في ضوء القوانين المصدرة ببعض الدول العربية-السودان، الأردن، مصر، تونس نموذجا"، بحث مقدم إلى الملتقى العلمي الوطني الأول حول: الصيرفة الإسلامية بين التنظير والتطبيق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يوم 22 جانفي 2020.

<sup>44</sup> بيان صحفي لبنك الجزائر نقلته وكالة الأنباء الجزائرية، أنظر الموقع: <https://www.aps.dz/ar/economie/102716>، تاريخ الإطلاع: 2020/11/12.