جامعــة غليــزان

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقـتــصــاد إســلامي

متطلبات إصدار و تداول الصكوك في الجزائر في ظل انفتاحها على المالية الاسلامية "تجارب بعض الدول الاسلامية و الغربية"

Requirements for the Issuance and Trading of Sukuk in Algeria in Light of Its Opening to Islamic Finance“ The Experiences of Selected Islamic and Western Countries.”

مقدمة ومناقشة علناً من طرف

الطالب: عــنـــاني سـفـيان

أمام لجنـــــة المناقشـــــة

بن عدة عبد القادر	أستاذ محاضر (أ)	جامعة غليزان	رئيسا
فؤاد بن حدو	أستاذ التعليم العالي	جامعة غليزان	مشرفا و مقررا
قداري أحمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة غليزان	ممتحنا
زواوي الحبيب	أستاذ التعليم العالي	جامعة غليزان	ممتحنا
فلاق محمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة معسكر	ممتحنا
بن منصور عبد الله	أستاذ التعليم العالي	جامعة تلمسان	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025 /2026

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وَ أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَ حَرَّمَ الرِّبَا ﴾

(البقرة: 275)

شكـــر وتقدير

الحمد لله حمداً يليق بجلال وجهه و عظيم سلطانه ،الحمد لله الذي وفقني لإتمام هذا العمل المتواضع، فالحمد لله على توفيقه و كرمه .

كما أتقدم بالشكر و الإمتنان العظيم الى أستاذي المشرف بن حدو فؤاد الذي جمع بين الرصانة العلمية و سمو الأخلاق، فكان اهتمامه بي كباحث يسبق اهتمامه بالعمل ذاته الأمر الذي كان له بالغ الأثر في دعمي نفسيا طوال مسار هذه الدراسة.

كما أتوجه بالشكر المسبق لأعضاء لجنة المناقشة الموقرة، لتفضلهم قبول مناقشة هذه الأطروحة، و ما سيقدمونه من ملاحظات علمية تساهم في إثراء هذا الموضوع و تصويب الخلل مما يعزز من قيمته البحثية.

و أعبر عن إمتناني لكل الأساتذة الباحثين الذين أسهموا في تكويني العلمي، و الى كل من قدم لي يد العون و المساعدة طيلة مسيرتي الاكاديمية.

إلى اسرتي الكريمة ، التي شاركتني تعب الطريق قبل فرح الوصول لكم مني أسمى عبارات الشكر و العرفان.

الشكر موصول الى كل من ساندني بدعوة صادقة أو كلمة طيبة ، لكم مني خالص الامتنان و التقدير .

الإهداء

إليك أمي

إلى مصدر الدعاء الصادق، و نبع الحنان الذي لا ينضب، إليك يا من كان رضاك زادي، و صبرك قوتي في كل مراحل دربي.

إلى روح أبي

رحمة الله عليك ،إن غاب جسدك فروحك حاضرة في كل إنجاز أحققه ، غرست في نفسي قيمة العلم و العمل، اللهم اسكنه فسيح جنانك.

إلى زوجتي

رفيقة دربي، و شريكتي في الصبر قبل الفرح، لك مني امتنان لا تحيط به الكلمات، فقد كنت السند حين اشتد الطريق، و الطمأنينة حين أثقلني التعب.

إلى ابني

أملي الذي يكبر أمام عيني، أسأل الله أن يشفيه و يفتح له مستقبلا مشرقا.

إلى أخي و أختي

رفيقي العمر، لكم الشكر على دعمكم الدائم و تشجيعكم الصادق.

إلى أهلنا في غزة

إلى الأرض الصابرة، الى الشهداء الذين كتبوا بدمائهم معنى العزة و الثبات، نهدي لهم هذا العمل المتواضع وفاءً و تضامنا، سائلين الله أن يتقبل شهدائهم و يجبر كسر قلوبهم، و يكتب لهم نصرا قريباً.

الباحث

ملخص

هدفت هذه الدراسة الى تحديد متطلبات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر في ظل انفتاحها على المالية الاسلامية، و ذلك من خلال الاستفادة من تجارب دول اسلامية و غربية في هذا المجال، و هذا باعتبار الصكوك أداة تمويلية حديثة و فعالة في تعبئة المدخرات و قادرة على المساهمة في تمويل العديد من المشاريع التنموية بما يتطابق مع أحكام الشريعة الاسلامية.

لأجل الوصول للأهداف هذه الدراسة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الى جانب المنهج الاستشرافي. توصلت الدراسة أن الجزائر تمتلك العديد من المقومات اللازمة لإنجاح اصدار و تداول الصكوك، لكن هذا النجاح يبقى مرهون بتوفير جملة من المتطلبات القانونية والضريبية و المؤسسية و بناء الكفاءات البشرية المتخصصة. كما أظهرت التجارب الدولية أن نجاح الصكوك مرتبط بوضوح التشريعات و مرونة الأسواق المالية بالإضافة الى ثقة المستثمرين.

خلصت الدراسة على ضرورة تسريع وتيرة الاصلاحات القانونية و المؤسساتية ،و الاستفادة من التجارب الدولية الناجحة ،بما يسمح بتطبيق الصكوك الاسلامية كأداة تمويلية فعالة في لدعم مشاريع تنموية للاقتصاد الجزائري.

كلمات مفتاحية :الصكوك الإسلامية؛ إصدار و تداول الصكوك ؛التمويل الاسلامي ؛النظام المالي الجزائري ؛تجارب دولية.

Abstract:

This study aims to identify the requirements for the issuance and trading of Islamic sukuk in Algeria in the context of the country's growing openness to Islamic finance. To this end, it draws on the experiences of both Islamic and Western countries in this field, considering sukuk to be a modern and effective financing instrument capable of mobilizing savings and contributing to the financing of various development projects in compliance with the principles of Islamic Sharia.

To achieve the objectives of the study, a descriptive-analytical approach was adopted, alongside a prospective approach. The findings indicate that Algeria possesses several of the key prerequisites for the successful issuance and trading of sukuk. However, such success remains contingent upon establishing an appropriate legal and tax framework, strengthening institutional arrangements, and developing specialized human resources. International experiences have also demonstrated that the success of sukuk depends on clear regulatory frameworks, flexible financial markets, and investor confidence.

The study concludes that legal and institutional reforms should be accelerated and successful international experiences leveraged to facilitate the adoption of Islamic sukuk as an effective financing instrument for supporting development projects in the Algerian economy.

Keywords: Islamic Sukuk; Sukuk Issuance and Trading; Islamic Finance; Algerian Financial System; International Experiences.

فهرس المحتويات

الشكر و التقدير..... I

الإهداء II

الملخص باللغة العربية III

الملخص باللغة الإنجليزية VI

فهرس المحتويات V

قائمة الجداول IX

قائمة الأشكال XI

قائمة المختصرات XIII

قائمة الملاحق XV

1. مقدمة عامة..... 02

1.1 تمهيد..... 02

2.1.إشكالية الدراسة..... 03

3.1. فرضيات الدراسة 04

4.1. أسباب اختيار الموضوع..... 04

5.1. أهمية الدراسة 05

6.1. أهداف الدراسة 05

7.1.منهج الدراسة 05

8.1. مصادر البيانات..... 06

9.1. حدود الدراسة 06

10.1. هيكل الدراسة.....07

11.1. صعوبات الدراسة.....08

2. الإطار النظري و مراجعة الأدبيات السابقة.....09

1.2. تمهيد 09

2.2 الصكوك الاسلامية.....10

1.2.2 ماهية الصكوك الاسلامية.....10

2.2.2 نشأة الصكوك.....11

3.2.2 خصائص الصكوك 13

4.2.2 التكييف الفقهي للاستثمار في الصكوك.....14

5.2.2 المصطلحات ذات الصلة بالصكوك الاسلامية.....15

6.2.2 المقارنة بين الصكوك و السندات و المشتقات المالية.....17

7.2.2 أهمية الصكوك و أهدافها.....21

8.2.2 محددات انتشار الصكوك.....28

9.2.2 أنواع الصكوك.....30

10.2.2 الصكوك و التكنولوجيا المالية.....46

11.2.2 مخاطر الصكوك و أدوات التحوط.....59

12.2.2 أسباب اهتمام الأنظمة المالية و النقدية العالمية بالصكوك.....66

3.2 اصدار الصكوك.....68

1.3.2 مفهوم اصدار الصكوك.....68

2.3.2 ضوابط اصدار الصكوك.....68

3.3.2 الاطراف المشاركة في اصدار الصكوك.....69

4.3.2 تسعير الصكوك.....74

5.3.2 الفرق بين اصدارات السندات و الصكوك.....78

6.3.2 آليات التصكيك.....78

7.3.2 مراحل عملية اصدار الصكوك.....79

4.2 تداول الصكوك.....79

1.4.2 مفهوم تداول الصكوك..... 79

2.4.2 ضوابط تداول الصكوك.....80

3.4.2 أهمية تداول الصكوك في تطوير الأسواق المالية.....83

5.2 إصدار و تداول الصكوك الاسلامية.....86

1.5.2 مراحل عملية إصدار و تداول الصكوك 86

2.5.2 هيكل إصدار و تداول الصكوك.....91

3.5.2 العوامل المؤثرة في تطور اصدار و تداول الصكوك في الأسواق العالمية.....98

4.5.2 الهيئات الدولية التي تلعب دور في تطوير اصدار وتداول الصكوك عالميا.....102

6.2 مراجعة الأدبيات.....108

1.6.2 الدراسات باللغة العربية.....108

2.6.2 الدراسات باللغة الأجنبية.....117

3.6.2 الفجوة البحثية.....123

7.2 خلاصة.....124

3. الدراسات التطبيقية و تحليل البيانات 125

1.3 تهميد 125

2.3 تجارب تطبيقية في إصدار و تداول الصكوك الإسلامية " دراسة حالة الجزائر" 126

1.2.3 تطور المالية الاسلامية في الجزائر 126

2.2.3 واقع إصدار وتداول الصكوك الاسلامية في الأسواق المالية العالمية 133

3.2.3 نماذج مشاريع دولية تم تمويلها عن طريق إصدارات الصكوك 142

4.2.3 عرض تجارب دولية في إصدار و تداول الصكوك 149

5.2.3 متطلبات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر..... 172

6.2.3 دراسة استشرافية لتمويل مشروع وطني عن طريق الصكوك السيادية..... 200

3.3 خلاصة 215

4. الخاتمة..... 212

1.4 نتائج صحة اختبار الفرضيات..... 212

2.4 نتائج الدراسة 214

3.4 التوصيات 216

4.4 آفاق الدراسة..... 217

5. قائمة المراجع..... 218

6. قائمة الملاحق..... 247

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1–2	أوجه الاختلاف الرئيسية بين التصكيك الاسلامي و التوريق التقليدي	16
2–2	أوجه الاختلاف بين الصكوك و الأسهم	17
3–2	أوجه الاختلاف بين الصكوك و السندات	19
4–2	أوجه الاختلاف بين الصكوك و المشتقات المالية	20
5–2	مقارنة بين صكوك مدعومة بأصول و الصكوك المبنية على أصول	44
6–2	المقارنة بين الصكوك الالكترونية و الرقمية و الذكية	53
7–2	المقارنة بين الصكوك التقليدية و الذكية	54
8–2	دور الصكوك الذكية في التنمية الاقتصادية	58
9–2	أمثلة على مخاطر الصكوك حسب العقود الشرعية	61
10–2	الفوارق الاساسية بين تسعير الصكوك و السندات	77
11–2	الضوابط العامة لتداول الصكوك	81
12–2	ضوابط تداول بعض أنواع الصكوك	82
13–2	أنواع الاسواق المالية	83
14–2	المقارنة بين الدراسات السابقة و موضوع الأطروحة	121
1–3	أهم صيغ التمويل الاسلامي في الجزائر	131
2–3	حجم التمويل الاسلامي في المصارف العمومية و الخاصة بين سنة (2021–2024)	132
3–3	المنتجات التمويلية الاسلامية القائمة للفترة الممتدة (2021–2024)	132
4–3	حجم اصدارات الصكوك المحلية و الدولية لبعض الدول خلال الفترة (يناير 2001– ديسمبر 2023)	139
5–3	مداخيل بيع مواشي أضاحي العيد في نيوزيلاندا	142
6–3	بيانات الصك الوقفي النيوزيلاندي	143
7–3	الناتج المحلي الاجمالي لقطاع الصناعات التحويلية و اليدوية و الصناعات الاستخراجية في السودان لسنة (2022–2023)	144
8–3	نسبة مساهمة شهادة اجارة في صول مصفاة الخرطوم للبترول	143
9–3	حجم التمويلات المختلفة لشركة المراعي لسنة 2024	148

10–3	تصنيف الصكوك حسب الفئة في السعودية (الربع الأول من سنة 2025)	163
11–3	أهم المحطات التاريخية التي مر بها التمويل الاسلامي بالمملكة المتحدة	165
12–3	أهم الهيئات التابعة للبنك المركزي و دورها المحتمل في حال اصدار الصكوك	174
13–3	أهم الهيئات التابعة للجنة (COSOB) ودورها الحالي و دورها المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر	175
14–3	شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و دورها الحالي و دورها المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر	176
15–3	المديرية العامة للخزينة ودورها الحالي ودورها المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر	177
16–3	المجلس الأعلى الاسلامي ودوره الحالي و دوره المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر	178
17–3	المعطيات الرئيسية لصكوك الاجارة السيادية في الجزائر	184
18–3	أهم مزايا الاستثمار في صكوك الإجارة السادية في الجزائر	187
19–3	بعض أنواع الأصول المصككة في الجزائر	188
20–3	تصنيف القروض المصرفية	201
21–3	الموارد المائية المتاحة في الجزائر	204
22–3	مصادر و استخدامات الموارد المائية الحالية و المستقبلية في الجزائر	205
23–3	أبرز محطات تحلية مياه البحر العاملة في الجزائر الى غاية سنة 2025	208
24–3	توزيع التكاليف لإنتاج واحد متر مكعب من تحلية مياه البحر بتقنية التناطح العكسي	209

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1–2	أنواع الصكوك	45
2–2	أهمية التكنولوجيا المالية	47
3–2	تطبيقات بلوكشين	48
4–2	التحول الرقمي للصكوك	54
5–2	الأطراف المشاركة في اصدار الصكوك التقليدية	73
6–2	الأطراف المشاركة في إصدار الصكوك الذكية	74
7–2	هيكل صكوك الإجارة	91
8–2	هيكل صكوك السلم	93
9–2	هيكل صكوك الاستصناع	93
10–2	هيكل صكوك المرابحة	94
11–2	هيكل صكوك المضاربة	95
12–2	هيكل صكوك المشاركة	95
13–2	هيكل اصدار الصكوك الذكية	97
14–2	عملية تداول الصكوك الذكية	97
15–2	تسوية الصكوك الذكية	98
16–2	إطفاء الصكوك الذكية	98
1–3	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة (2001–2023)	134
2–3	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية قصيرة الأجل مقابل طويلة الأجل خلال الفترة (يناير 2010– ديسمبر 2023)	135
3–3	النسب المئوية لإجمالي مختلف الاصدارات للصكوك المحلية و الدولية لسنة 2023	136
4–3	أنواع اصدارات الصكوك الدولية	137
5–3	أنواع اصدارات الصكوك المحلية	138
6–3	إصدارات الصكوك لخضراء و المستدامة خلال الفترة (2017–2023)	140
7–3	التوزيع النسبي لسوق الصكوك مقارنة بباقي أسواق الصناعة المالية الاسلامية الأخرى	141
8–3	توزيع نسبة تمويل الشركات عبر سوق الصكوك مقارنة بنسبة تمويلها بالقروض	141

9–3	المصرفية التوزيع القطاعي لشهادات شامة لسنة 2022	145
10–3	مقارنة اصدارات الصكوك الاماراتية مع باقي العالم	145
11–3	هيكل إصدارات الصكوك في باكستان لسنة 2023	147
12–3	النسب المئوية لأنواع التمويل لشركة المراعي خلال الفترة (2018–2022)	148
13–3	نسبة اصدارات الصكوك و السندات في ماليزيا لغاية ديسمبر 2024	156
14–3	أنواع إصدارات الصكوك في ماليزيا (حسب الجهة المصدرة) الى غاية جوان 2025	157
15–3	حجم التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية الى غاية سنة 2020	158
16–3	حجم التمويل الاسلامي بالمملكة المتحدة لغاية سنة 2017	165
17–3	حجم سوق التمويل الاسلامي بالمملكة المتحدة لسنة 2025 و المتوقع لسنة 2030	166
18–3	توزيع نسبة الاصول المصككة حسب كل قطاع	189
19–3	تصور هيكلي لعملية اصدار و اطفاء صكوك اجارة حق الانتفاع في الجزائر	190
20–3	تطور الايرادات العامة و نسبة تمويل النفقات من خلال الخزينة في الجزائر	200
21–3	حجم الايرادات و النفقات العامة للجزائر خلال الفترة (2021–2023)	201
22–3	الدين العام الداخلي و سندات و أذونات الحزينة في الجزائر	202
23–3	تقسيمات الموارد المائية في الجزائر	204
24–3	أبرز الطرق التقنية لتحلية مياه البحر	207
25–3	تكلفة التشغيل في عملية تحلية مياه البحر بالتناطح العكسي	209
26–3	هيكل الصكوك الهجينة (استصناع +إجارة) لإنشاء و تشغيل محطة تحلية مياه البحر في الجزائر	216

قائمة المختصرات

الاختصار	المختصر باللغة العربية	المختصر باللغة الانجليزية
AAOIFI	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
Bhd cagmas	المؤسسة الوطنية للرهن العقاري	Cagamas Berhad
LCR	نسبة السيولة اليومية	Liquidity Coverage Ratio
HQLA	الأصول السائلة عالية الجودة	High-Quality Liquid Assets
CAPM	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	Capital Asset Pricing Model
APM	نموذج التسعير بالمراجحة	Accounts Payable Management
IFSB	مجلس الخدمات المالية الاسلامية	Islamic Financial Services Board
CIBAFI	المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية	Council of Islamic Banks and Financial Institutions
IIFM	السوق المالية الاسلامية الدولية	International Islamic Financial Market
IIRA	الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف	Islamic International Rating Agency
IICRA	المركز الإسلامي الدولي للصلح و التحكيم	International Islamic Credit Rating Agency
ISDB	البنك الاسلامي للتنمية	Islamic Development Bank
INCEIF	المركز الدولي لتعليم التمويل الاسلامي	International Centre for Education in Islamic Finance
ICMA	الرابطة الدولية لسوق المال	International Capital Market Association
ISRA	الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية	International Shari'ah Research Academy
BNM	بنك نيجارا ماليزيا	Bank Negara Malaysia
I–REIT	صندوق الاستثمار العقاري الاسلامي	Islamic Real Estate Investment Trust
I–ETFS	صندوق مؤشرات التداول الاسلامية	Islamic Real Estate Investment Trust
IBFM	المعهد المالي و المصرفي الاسلامي الماليزي	Islamic Banking and Finance Institute Malaysia
IIUM	الجامعة الاسلامية العالمية الماليزية	Islamic Banking and Finance

Institute Malaysia		
International Centre for Education in Islamic Finance	المركز الدولي للتعليم في التمويل الإسلامي	**INCEIF**
Islamic Financial Services Act	قانون الخدمات المالية الاسلامية	**IFSA**
Securities Commission	هيئة الأوراق المالية الماليزية	**SCXIV**
Bursa Malaysia	بورصة ماليزيا	**BM**
Malaysian Accounting Standards Board	مجلس معايير المحاسبة الماليزية	**MASB**
Ministry of Domestic Trade and Consumer Affairs	وزارة التجارة الداخلية و شؤون المستهلكين	**KPDN**
Islamic Financial Services Act	قانون الخدمات المالية الاسلامية	**IFSA**
Capital Market Authority	هيئة السوق المالية	**CMA**
Saudi Arabian Monetary Authority	مؤسسة النقد العربي السعودي	**XIV SAMA**
Hongkong and Shanghai Banking Corporation	هونغ كونغ و شانغهاي للبنوك التجارية	**HSBC**
Alternative Liquidity Facility	مخطط السيولة البديلة	**ALF**
Financial Regulatory Authority	الهيئة العامة للرقابة المالية	**FRA**
Committee of Supervisory Bodies and the Stock Exchange Organization	لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة	**COSOB**
Stock exchange management company	شركة تسيير الأموال المنقولة " بورصة الجزائر"	**XIV SGBV**
Assimilable Obligation of the treasury	سندات الخزينة المماثلة	**OAT**
electrodialysis	الديلزة الكهربائية	**ED**
Reverse Operation	التناطح العكسي	**RO**
Distillation éclair multi-étapes	التقطير متعدد المراحل	**MSF**
Multi-Effect Distillation	التقطير متعدد الأثر	**MED**
National Fund for Equipment for Development	الصندوق الوطني للتجهيز من أجل التنمية	**CNED**

قائمة الملاحق

رقم الملحق	العنوان	الصفحة
01	قرار رقم 447 المتعلق إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية	247
02	التعليمة رقم01 المتعلقة بكيفية اصدار الصكوك السيادية في الجزائر	248
03	شهادة المطابقة الشرعية المتعلقة بالصكوك السيادية في الجزائر	249
04	نموذج عقد الاكتتاب في صكوك الاجارة السيادية	250
05	قائمة بعض أنواع الأصول المصككة في الجزائر	251
06	وضعية عمليات الخزينة العمومية في الجزائر	285
07	توزيع القروض الموجهة للاقتصاد حسب القطاع في الجزائر	286
08	تطور الدين العمومي الداخلي في الجزائر	287

مقدمة عامة

1.مقدمة عامة

1.1. تمهيد:

يشهد العالم العديد من التطورات و الابتكارات خاصة في منتجات المالية الاسلامية ، لم تعد صناعة منتجات هذه المالية حكراً على الدول الاسلامية فحسب بل امتدت لتشمل العديد من الدول غير المسلمة، وذلك بفضل الدور المهم التي أصبحت تلعبه في مجال تعبئة المدخرات و التمويل من خلال ابتكار منتجات مالية تفي بالاحتياجات التمويلية المتزايدة مع التطورات الحاصلة دولياً إضافة إلى قدرتها على جذب المتعاملين الاقتصاديين ممن يفضلون التعامل وفق مبادئ الشريعة الاسلامية، هذا ما جعلها تتبوأ مكانة مهمة في النظام المالي العالمي لما لها من خصائص و مزايا تنفرد بها عن الادوات المالية التقليدية ،كما أكد صندوق النقد الدولي أن الادوات المالية الاسلامية تشهد نمواً متسارعاً على جميع المستويات و في مختلف دول العالم ويعود الفضل في ذلك لمجموعة الحلول التي تطرحها تلك المنتجات .

أثبتت أزمة الرهن العقاري التي حدثت في الولايات المتحدة الامريكية قصور النظام المالي التقليدي في التصدي لمسببات حدوث هذه الازمة و طريقة معالجتها لاعتماد هذا النظام أساسا على الربا في معاملاته الأمر الذي زعزع الثقة في هذا النظام المالي، هذا ما شجع العديد من الدول على تبني النظام المالي الاسلامي الذي اعتبره العديد من الباحثين و الخبراء أنه نظام يسهم في الاستقرار المالي العالمي .

ساهمت الهندسة المالية الاسلامية في تطوير و ابتكار منتجات مالية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية و المصداقية الشرعية، و من بين هاته المنتجات الصكوك الاسلامية، التي تعبر عن أحد أهم ابداعاتها و التي تعتمد على مبدأ "الغنم بالغرم ".

كما استطاعت الصكوك من فرض وجودها في ثمانينات القرن الماضي عقب الازمة الاقتصادية التي شهدتها تلك الفترة عن طريق طرح شهادات المقارضة كبداية فعلية لظهور الصكوك الاسلامية تكون كبديل للسندات التقليدية، وصل حجم اصدارات الصكوك الاسلامية عالميا في النصف الثاني من سنة 2023 الى 83,2 مليار دولار ،هذا ما سمح لها باحتلال مكانة عالمية ضمن أدوات التمويل الاسلامي بفضل زيادة ثقة المتعاملين الاقتصاديين بهذا النوع من التمويل الاسلامي بالإضافة الى قدرتها على الصمود أمام التقلبات الذي يشهدها النظام المالي الرأسمالي.

نتيجة لهذه التطورات الحاصلة عالميا في منتجات المالية الاسلامية عامة و في الصكوك خاصة ،شهد الاقتصاد الجزائري تحولات جوهرية في السنوات الاخيرة ،و الهدف منها تطوير آليات التمويل بالإضافة الى تعزيز الاستقرار المالي في ظل التحديات الاقتصادية الداخلية و الخارجية، و لهذا الغرض انتهجت الجزائر سياسة الانفتاح الاقتصادي على مجال المالية الاسلامية بداية من طرح من قانون النقد و القرض 90-10 الذي سمح لفتح المصارف الاسلامية، حيث كانت الجزائر سباقة مغاربياً في الانفتاح على المالية الاسلامية ،كما قامت السلطات الجزائرية باستصدار نظام 18-02 الصادر بتاريخ 04\11\2018 الذي يعبر عن الانطلاقة الفعلية للصيرفة الاسلامية في الجزائر وفي تاريخ :15\03\2020 تم اصدار نظام 20-02 ، إلا ان كلا

النظامين لم يتطرقا صراحة الى الصكوك الاسلامية ،الامر الذي طرح عدة تساؤلات عن أسباب تأخر الجزائر في استصدار الصكوك الاسلامية الى غاية صدور قانون النقد و القرض الاخير :23-09 الصادر بتاريخ :27\06\2023 الذي فتح المجال لإمكانية انشاء البنوك الاسلامية حيث اشار في المادة :69 صراحة الى الصكوك الاسلامية التي تعتبر من بين الادوات التمويلية الحديثة ،و كآلية تمويلية متوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية تتيح للدولة و المؤسسات و الأفراد بتوجيه مدخراتهم و استثمارها في تمويل مشاريع تنموية ذات أولوية بما يضمن الكفاءة الاقتصادية .

يكتسب موضوع الصكوك أهمية خاصة في الجزائر ،هذا بفضل أهميته كأداة تمويلية مكملة للاقتصاد الجزائري ، نظرا لإمكاناتها في تمويل المشاريع الوطنية الاستراتيجية و تعزيز السيادة الوطنية و تمويل المشاريع الخاصة بعيدا عن التمويل التقليدي المعتمد على القروض و الفوائد الربوية . لهذا تبنت الجزائر العديد من القوانين المنظمة لإصدار الصكوك منذ سنة 2023 الى غاية 27يناير 2026 ،أين تم اصدار صكوك سيادية لإجارة حق الانتفاع الذي يعتبر أول صك اسلامي في تاريخ الجزائر ، هذا ما يعكس عزيمة الدولة في اعتماد هذا النوع من الأداة ضمن منظومتها التمويلية المتعددة.

كما تحتاج الجزائر الى الاستفادة من تجارب دولية في مجال اصدار و تداول الصكوك منها دول اسلامية رائدة في هذا الميدان مثل ماليزيا و المملكة العربية السعودية ،و دول غربية مثل المملكة المتحدة بالإضافة الى دولة مصر التي تعتبر دولة ناشئة في استصدار الصكوك بمختلف أنواعها، و هذا بهدف الاطلاع و استيعاب الدروس حول اهم المتطلبات لإصدار و تداول الصكوك بأنواعها المختلفة و أهميتها على الاقتصاد الجزائري .

2.1. إشكالية الدراسة:

من خلال ما تم التطرق له في تمهيد هذه الدراسة حول ما تشهده المالية الاسلامية من تحولات و تطورات ملحوظة ، حيث أصبحت الصكوك الاسلامية من ابرز هاته الادوات التمويلية المستحدثة التي اعتمدت عليها العديد من الدول الاسلامية و الغربية كبديل و مكمل للأدوات المالية التقليدية بفضل ما توفره هذه الأداة من توافق شرعي بالإضافة الى قدرتها على تعبئة المدخرات وتقاسم المخاطر .

في ظل هذا سعت الجزائر الى تنويع مصادرها التمويلية من خلال انفتاحها على المالية الاسلامية ، هذا ما يثير التساؤل عن مدى جاهزية البيئة القانونية و المؤسسية للاعتماد على الصكوك بمختلف أنواعها و مدى توافر جميع متطلباتها اصدارها و تداولها للاعتماد عليها لتمويل المشاريع الاقتصادية الاستراتيجية ،و على هذا الأساس فالإشكالية الرئيسية التي تحاول هذه الدراسة الاجابة عليه يمكن صياغتها على النحو التالي:

ما المتطلبات اللازمة لإصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر ؟ و ما الدور الذي يمكن أن تلعبه في تمويل المشاريع التنموية في الجزائر؟

و لتوضيح هذه الاشكالية الرئيسية يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية :

- ما ضوابط اصدار و تداول الصكوك الاسلامية؟
- ما أبرز التحديات التي تواجه اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر ؟
- ما أهمية الصكوك للاقتصاد الجزائري ؟
- هل يمكن ان تساهم الصكوك الاسلامية في تنمية المشاريع التنموية في الجزائر ؟

3.1. فرضيات الدراسة:

تستند معالجة تساؤلات هذه الدراسة على مجموعة من الفرضيات من أجل الوصول الى نتائج دقيقة و موضوعية ، التي من شأنها أن تعكس العلاقة بين المتغيرات الرئيسية للدراسة .

لأجل هذا قمنا بوضع مجموعة من الفرضيات التي ستكون منطلقا لدراستنا:

- لا تزال المنظومة المالية الجزائرية متمركزة على التمويل التقليدي دون وجود بوادر إنفتاح فعلي على المالية الاسلامية.

- نجاح اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر يتطلب توفر اطار مؤسسي و قانوني متكامل .

- وجود تحديات أمام إصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر.

- تسمح التجارب الدول الاسلامية و الغربية الناجحة في اصدار وتداول الصكوك بتيسير تطبيقها في الجزائر.

4.1. أسباب اختيار الموضوع:

جاء اختيار هذا الموضوع انطلاقا من دوافع ذاتية و موضوعية تتمثل فيما يلي :

1.4.1. دوافع ذاتية :

- ميولنا الشخصي من خلال المساهمة في إثراء البحوث و المعرفة الأكاديمية حول أساليب التمويل الاسلامي ؛

- الرغبة الذاتية في ان تكون الصكوك بديل للسندات في تمويل للاقتصاد الجزائري ؛

- تقديم دراسة استشرافية حول امكانية تمويل مشروع وطني عن طريق الصكوك الاسلامية تساعد صناع القرار على فهم عمل الصكوك .

2.4.1. دوافع موضوعية :

- انتشار الصكوك و ما حققته من نتائج إيجابية على المستوى العالم الاسلامي و الغربي وضرورة معرفة أحكامها و ضوابطها؛

-حاجة الجزائر الى الاستفادة من الصكوك بعيدا عن مصادر التمويل التقليدية بما فيها عائدات المحروقات؛

- الاستفادة من تجارب دول اسلامية و غربية ناجحة في اصدار و تداول الصكوك.

5.1. أهمية الدراسة :

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من كونها تعالج موضوع أبرز صيغ التمويل الاسلامي المستحدثة ، ألا و هي الصكوك الاسلامية التي أصبحت أداة تمويلية محورية في تمويل العديد من المشاريع التنموية و الاستراتيجية على الصعيد الدولي و الاقليمي.

في ظل انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية ، تبرز لنا الحاجة الملحة الى ضرورة وضع دراسة معمقة حول وضع المتطلبات الضرورية سواء كانت قانونية او مؤسسية او غيرها التي من شأنها ان تسمح باستصدار الصكوك بالجزائر ،بالاستعانة بتجارب دولية لدول اسلامية و غربية، وتوضيح المعوقات التي جعلت الجزائر تتأخر عن اصدارها ، كما تساهم هذه الدراسة في توفير قاعدة معرفية و عملية تساعد و توجه صناع القرار و المؤسسات المالية نحو استخدام الصكوك لدعم المشاريع التنموية و البنية التحتية .

6.1. أهداف الدراسة :

نسعى من وراء هذه الدراسة الى تحقيق الأهداف التالية :

- تحديد متطلبات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر ،و تقييم مدى جاهزية الإطار القانوني و المؤسسي لاعتماد هذه الصيغة التمويلية للمشاريع ، على ضوء تجارب دول اسلامية و غربية ؛

- تشخيص واقع التمويل في الاقتصاد الجزائري، و ابراز حاجة هذا الأخير للصكوك ؛

- دراسة تجارب لدول اسلامية و غربية في اصدار و تداول الصكوك مع استخلاص الدعائم الواجب توفرها لإنجاح سوق الصكوك الاسلامية في الجزائر؛

- إبراز أهم التحديات و العقبات التي تعيق اصدار الصكوك مع اقتراح آليات و توصيات التي من شأنها دعم اصداره و تداولها في الجزائر.

-وضع تصور لإمكانية تمويل مشروع وطني استراتيجي من خلال الصكوك مع قياس فرص التطبيق و التحديات المحتملة التي من الممكن ان يسترشد بها صناع القرار في حال تم الإطلاق الرسمي للصكوك .

7.1. منهج الدراسة:

لأجل معالجة اشكالية هذا الموضوع و تحليله و الوصول الى الأهداف المسطرة ،اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي و التحليلي ، و هذا قصد استيعاب كافة المفاهيم المتعلقة بالموضوع ، بالإضافة الى تحليل واقع اصدارات و تداول الصكوك عالميا مع

التطرق الى تجارب ميدانية لدول اسلامية و غربية و استخلاص دعائم هاته التجارب التي يمكن للجزائر الاستفادة منها ، اضافة الى ذلك تم استخدام المنهج الاستشرافي لتقديم و تشخيص تصور مستقبلي حول امكانية الجزائر تمويل مشروع وطني و استراتيجي عن طريق الصكوك الاسلامية ،و هذا بالاعتماد على أهم القوانين المتعلقة بالصكوك و التقارير الرسمية بالإضافة الى الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع ،بالإضافة الى رصد جميع التحديات التي تحول من اصدارها ،مع وضع توصيات لإنجاحها في حال تم إطلاقها رسميا في الجزائر.

8.1. مصادر البيانات :

1.8.1. المصادر الأولية:

- القوانين و اللوائح التنظيمية و التعليمات المتعلقة بالمالية الاسلامية و الصكوك ؛

- القرارات الرسمية و أهم التقارير الصادرة عن البنوك المركزية ؛

- البيانات و الاحصاءات الرسمية حول التمويل التقليدي والاسلامي و الاستثمار الوطني.

2.8.1. المصادر الثانوية:

- الدراسات السابقة و الابحاث الأكاديمية حول موضوع الصكوك الاسلامية بالعربية و الانجليزية؛

-الكتب العلمية المتعلقة بالاقتصاد و التمويل الاسلامي؛

- المقالات العلمية المحكمة و التقارير الصادرة عن منظمات دولية حول المالية الاسلامية ؛

- المؤتمرات العلمية الدولية و الوطنية التي تناولت الصكوك و المالية الاسلامية بصفة عامة؛

- مواقع أنترنت رسمية لمؤسسات مالية و بنوك و منظمات و مختصين في المالية الاسلامية.

9.1. حدود الدراسة:

جاءت هذه الدراسة للإجابة عل الاشكالية الرئيسية ، وعلى اساسها تم حصر بحثنا على الحدود الموضوعية المكانية و الزمانية التالية:

1.9.1. الحدود الموضوعية :

تقتصر دراستنا على تحليل متطلبات الاصدار و التداول للصكوك الاسلامية في الجزائر و ابراز أهم التحديات التي تواجهها بالإضافة الى التركيز على الجانب القانوني و المؤسسي و غيرها ، دون التوسع في باقي أدوات التمويل الاسلامية الأخرى(المرابحة ، المضاربة، المشاركة..)، إلا بالقدر الذي يخدم موضوع الصكوك.

2.9.1. الحدود المكانية :

تنحصر هذه الدراسة على البيئة الجزائرية التي تفتقد الى الصكوك بأنواعها رغم الشروع في وضع تشريعات تنظيمية إلا أنه في الواقع قد اقتصرت على اصدار الصكوك السيادية فقط ، بالإضافة الى دول مثل ماليزيا و المملكة العربية السعودية و المملكة المتحدة و جمهورية مصر العربية باعتبارهم دول لهم تجربة في اصدار و تداول الصكوك وهذا بهدف نقل تجاربهم و الاستفادة منها في الجزائر.

3.9.1. الحدود الزمانية :

هذه الدراسة بصفة عامة هي دراسة استشرافية تأتي للبحث عن متطلبات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر، بالإضافة الى اعطاء تصور و تشخيص حول امكانية تمويل مشروع وطني استراتيجي عن طريق الصكوك ،و هو ما يتطلب دراسة الماضي و الحاضر لأجل التنبؤ ما يمكن ان يكون الوضع مستقبلا ، بالتالي فهذه الدراسة تغطي الفترة الممتدة من بداية انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية بداية من الحقبة الاستعمارية رغم أنها لم تكن بصورة رسمية بل مجرد دعوات و اقتراحات من طرف مجموعة من المصلحين ،لتأتي أول خطوة رسمية حول الانفتاح في أوائل تسعينات القرن الماضي و تحديدا سنة 1990 الى غاية آخر نص قانوني متعلق بالمالية الاسلامية سنة 2025.

10.1. هيكل الدراسة :

للإحاطة بجميع جوانب الموضوع و اعطاء صورة متكاملة من خلال الإجابة على الاشكالية المطروحة ،و اختبار صحة الفرضيات المطروحة و التوصل الى الأهداف ، قسمنا البحث الى محورين أساسين ، المحور الأول يركز على الاطار النظري و مراجعة الأدبيات ، أين تم التطرق في هذا المحور الى الصكوك الاسلامية كمتغير أول مع التركيز على مفاهيمها و أنواعها و أهميتها في التمويل الاسلامي ،كما سيتم التطرق الى الاصدار و التداول كمتغير ثاني من خلال التعرف على الأطراف المشاركة بالإضافة مراحل وضوابط الاصدار و التداول ، مع دراسة العلاقة بين المتغيرين ، مع الاشارة الى الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الصكوك للاستفادة منها.

أما المحور الثاني يتناول الجانب التطبيقي اين تم التعرف عن تطور انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية من الجانب القانوني و المؤسسي، بالإضافة الى تحليل واقع الصكوك عالميا و ابراز مجموعة من التجارب الدولية ،ثم التعرف عن واقع التمويل التقليدي للاقتصاد الجزائري و أهمية الصكوك كصيغة مالية بديلة و مكملة ، مع التعرف على متطلبات اصدارها و تداولها في الجزائر ،و

ابراز أهم التحديات التي تقف عقبة لإصدارها ،مع تقديم رؤية استشرافية عن امكانية تطبيق الصكوك لتمويل مشروع وطني استراتيجي.

11.1. صعوبات الدراسة:

تجدر الاشارة الى ان هذا العمل لم يكن خاليا من التحديات و الصعوبات ، نذكر أهمها :

– تطبيق الصكوك الاسلامية تحتاج الى الإلمام بالجوانب الفقهية التي استوجبت منا وجوب فهمها مع الاختلاف الموجود في المذاهب الفقهية ما صعب لي فهمها لعدم تكويني في هذا الجانب في سنوات التدرج الأكاديمي.

–كثرة القوانين و التشريعات المتعلقة بالصكوك الاسلامية و تعديلاتها مؤخرا الذي يحتاج منا الى الاطلاع و المتابعة كل مرة لأجل تحيين موضوعنا .

– قلة الاحصائيات الرسمية خاصة الصادرة منها من البنك المركزي الجزائري و عدم تحيين الاحصائيات المتعلقة خصوصا بالمالية الاسلامية .

الإطار النظري والدراسات السابقة

2.الإطار النظري ومراجعة الأدبيات

1.2. تمهيد :

تعتبر الصكوك الاسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الاسلامية، وهي من أهم إبداعات الهندسة المالية الاسلامية الحديثة التي تعود نشأتها الى ثلاثة عقود ماضية ، ساهم مجمع الفقه الاسلامي في تخريجها بضوابط تتماشى مع التطور الحاصل خاصة مع التكنولوجيا المالية .

شهدت الصكوك الاسلامية تطورا ملحوظا في العقود الاخيرة ما أدى الى تزايد الاهتمام بها بفضل ما حققته من نتائج كبيرة سمح لها من ايجاد موطئ قدم في الاسواق المالية العالمية ،اضافة الى قدرتها على جذب المستثمرين بفضل ما توفره من مميزات تنفرد بها عن الأوراق المالية التقليدية ،فجاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية، و فتحت المجال للأفراد و المؤسسات و الحكومات سواء في الدول الاسلامية أو خارجها في الاستثمار و تمويل العديد من المشاريع بفضل تنوع أساليبها و صيغها وخلقها لاستثمارات حقيقية ، اضافة الى قدرة الصكوك على مواكبة التطور التكنولوجي في مجال الصناعة المالية بشكل عام و الذي تجسد في الصكوك الذكية.

نسعى في هذا الفصل الى تناول موضوع الصكوك الاسلامية كمتغير أول من خلال التطرق الى مفهومها و أوجه التشابه و الاختلاف بينها و بين أهم الاوراق المالية التقليدية ،و كذا أهميتها و الاهداف التي تكمن من وراء التعامل بهاو أهم أنواع الصكوك ،اضافة الى التعرف على التكنولوجيا المالية ودرها في تطور الصكوك الذكية من خلال تقنية البلوكشين ،اضافة الى المخاطر التي تعترضها و كيفية ادارة تلك المخاطر التي تواجه الصكوك .ومتطلبات الاصدار و التداول كمتغير ثاني من خلال ابراز ضوابط الاصدار و التداول مع التطرق لجميع المراحل التي تمر بها الصكوك من الاصدار الى التداول الى غاية الاطفاء و كيفية تسعير الصكوك ،و ابراز العلاقة بين الصكوك و الاصدار والتداول.

2.2 الصكوك الإسلامية

1.2.2 ماهية الصكوك الاسلامية

1.1.2.2 التعريف اللغوي :

"الصكوك هي جمع صك ،الصك لغة ضرب الشيء بالشيء ،صك وجهه بمعنى لطمه و ضربه بشدة ".و منه قوله تعالى ﴿ فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صَرَّةٍ فَصَكَّتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ﴾ (الذاريات :29) بمعنى لطمت وجهها ،صك الباب أغلقه و أطبقه بشدة اصطكاك الناس بالسيوف بمعنى تضاربهم بالسيوف.

الصك :"هو الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات و هي كلمة فارسية معربة أصله "**جك**" ، وجمع لكلمة أصك و صكوك و صكاك و كانت الارزاق تسمى صكاكا لأنها كانت تخرج مكتوبة ".

الصك هو "وثيقة بمال أو نحوه ، مثال مطبوع بشكل خاص يستعمله المودع في أحد المصارف لأمر بصرف المبلغ المحرر به". (**أنيس و آخرون، 2004، صفحة 519**)

عن الزهري قال :" ان زيد بن ثابت وابن عمر كانا لا يريان ببيع القطوط إذا أخرجت بأسا قالا و لكن لا يحل لمن ابتاعها ان يبيعها حتى يقبضها "14168 المكتبة الشاملة السنية.

المقصود بالقطوط الصكوك ويقولون لا تبعه حتى تقبض ثمنه ، ذلك ان الملوك و الامراء كانوا يكتبون للناس بأرزاقهم و أعطياتهم في كتب تسمى "صك" فيذهب بعضهم ويبيع هذه الأرزاق و الأعطيات قبل أن يقبضوها من الخزائن ، و يعطون للمشتري الصك ليمضي و يقبضه ، فنهو عن ذلك لأنه بيع ما لم يقبض . (**الفيومي، 1994، صفحة 255**)

روي عن مالك رضي الله عنه :"أنه بلغه أن صكوكا خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها ، فدخل زيد بن حارثة ، ورجل من أصحاب النبي صلى الله عليه و سلم على مروان بن الحكم فقالا : أتحل بيع الربا يا مروان ؟ فقال أعوذ بالله و ما ذلك ؟ فقالا : هذه الصكوك تبايعها الناس ثم باعوها قبل أن يستوفوها ، فبعث مروان بن الحكم الحرس يتبعونها فينزعونها من أيدي الناس و يردونها لأهلها " (**أنس، 1951، صفحة 641**)

2.1.2.2 التعريف الاصطلاحي:

لقد تعددت تعاريف الصكوك الاسلامية و هذا نظرا لتعدد مفاهيم الباحثين و المختصين، و سنحاول أن نذكر أهمها :

– عرفتها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية AAOIFI :"هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات في مشروع معين او نشاط استثماري خاص ، وذلك عن طريق تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما اصدرت من أجله". (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 467)

– عرفها مجلس الخدمات الاسلامية: "الصكوك هي جمع صك ويطلق عليها عادة السندات الاسلامية ،و هي عبارة عن حق ملكية نسب مئوية شائعة في موجودات عينية ، او مجموعة مختلطة من الموجودات ، او في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري" . (IFSB ، 2009، صفحة 3)

– تعريف قاموس صحيفة فايننشال تايمز المالي للصكوك :"تمثل الصكوك حصة مشاعة في ملكية أصول حسية متصلة بربح متوقع أو نشاط استثماري" (القري م.، 2019، صفحة 23)

– عرفها أشرف دوابة :" هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة و متساوية في موجودات معينة و مباحة شرعا ، تصدر وفق صيغ التمويل الاسلامي ، و على اساس المشاركة في الغنم و الغرم ، و الالتزام بالضوابط الشرعية ." (أشرف، 2009، الصفحات 19-20)

– كما عرفها حسن بن حامد ميرة : "هي عبارة عن أوراق مالية متحددة المدة ، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات ، تخول لمالكها منافع ، و تحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته " (ميرة، 2011، صفحة 322)

– عرفها كذاك حسين حامد حسان :"هي عبارة عن سندات تمثل حصصا متساوية في ملكية مال ، تصدرها الجهة البائعة للمال ، لاستيفاء ثمنه من حصيلتها ، أو الجهة الراغبة في استثمار هذه الحصيلة ، بصيغ استثمار شرعية ، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عنهما ، بحيث يكون إصدارها لأجال متفاوتة ، حسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسها ، و تكون قابلة للتداول و التحول الى نقود عند الحاجة" (حسان ح.، 2003، صفحة 01).

من خلال ما تم طرحه من التعاريف السابقة للصكوك الاسلامية ، يمكن لنا أن نطرح التعريف التالي :

"الصكوك الاسلامية هي أوراق مالية إسلامية تضبطها أحكام الشريعة الاسلامية و تكون محددة المدة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو الخليط بينهما، و قائمة على القاعدة الشرعية المعروفة " الغنم بالغرم " و لا يمكن تداولها إلا بعد قفل باب الاكتتاب و توجيه حصيلتها لتمويل مشاريع مباحة شرعا"

2.2.2 نشأة الصكوك

1.2.2.2 نشأة الصكوك في النظام الرأسمالي :

تعود أول عملية تصكيك (توريق) الى الولايات المتحدة الأمريكية الى مطلع سبعينات القرن الماضي ،أين تم توريق مجموعة من القروض السكنية المضمونة من طرف الحكومة و تداولها في السوق الثانوي ، بالتالي تم ربط سوق المال بسوق الاسكان الفيدرالي، لتتوالى بعدها الإصدارات ، ليتواصل توسع التوريق في التسعينات و يأخذ منحنى تصاعدي و اشتمل على القروض السكنية و التجارية و قروض السيارات و عقود الايجار و بطاقات الائتمان و غيرها و كان الهدف منه ايجاد سيولة جديدة ، و

أصل فكرة التصكيك قامت على بيع القروض او الديون ، مع هذا وجب التنويه له أن بيع الدين ليس من ابتكارات الهندسة المالية الحديثة حتى و ان كانت تبدو صورة مبتكرة حديثا .حيث أرجع بعض المؤرخين الاقتصاديين على وجود وثائق بابلية آشورية تضمنت ما يمكن القول عنه أنها سندات دين لحاملها تعود الى نحو أكثر من 1800 سنة قبل الميلاد ،و أن سندات الدين كان يتم تداولها في الاسواق بيعاً و شراءً و كان هذا في نحو 1400 سنة قبل الميلاد. (العنزي س.، 2010، الصفحات 53-54)

2.2.2.2 نشأة الصكوك في العالم الاسلامي:

ترجع فكرة الصكوك الاسلامية لما استدعته الضرورة الشرعية بالإضافة الى تزايد الاهتمام الكبير من طرف علماء الشريعة لإيجاد البديل الجديد للسندات الربوية كان ذلك من خلال طرح لبحث تم تقديمه للمؤتمر العلمي الاول للاقتصاد الاسلامي سنة 1976 ، جاءت بعدها محاولات عديدة لبلورت الصورة الاولية للصكوك الاسلامية ، لتأتي أبرز دراسة تلك التي قدمها الدكتور "سامي حمود " عن بحث تحت عنوان " السندات القارضة " الذي تم طرحه ضمن مشروع انشاء البنك الاسلامي الاردني سنة 1987 . كان الهدف منها إيجاد بدائل مباحة شرعا عن السندات التقليدية القائمة على الفائدة الربوية ، سرعان ما تطورت الفكرة التي طرحها " سامي حمود" من خلال عرضها على وزارة الاوقاف في الاردن لاستغلالها و الاستفادة في إعمار الاملاك و العقارات الوقفية ،و في عام 1988 تم عرض فكرة الصكوك على مجمع الفقه الاسلامي في دورته الرابعة بجدة تم الاتفاق على صورة موحدة و متكاملة عن الصكوك مع ضوابطها الشرعية تم بموجبها إصدار قرار رقم 30(4\5) بشأن سندات الاستثمار و سندات المقارضة . (الشايجي و الحجي، 2005، الصفحات 907-908)

و منذ هذا التاريخ الذي يعتبر بمثابة الانطلاقة الرسمية لتبني فكرة الصكوك الاسلامية في بعض الدول العربية و الاسلامية من أجل مواجهة العجز ميزانياتها و ايجاد بدائل تمويلية لتعزيز الانفاق العام على البنية التحتية و من بين هذه الدول :

– **باكستان** : في سنة 1980 أصدرت باكستان شهادات المشاركة لأجال متوسطة و طويلة الآجال بديلا لإصدارات بفائدة تهدف الى تمويل الافراد و المؤسسات و يكون العاد كل ستة أشهر تحت الحساب الى حين التسوية النهائية حيث قامت باكستان من السنوات الاولى بتشجيع التعامل بالصكوك من خلال ضمان حد أدنى من الربح .

– **تركيا** :قامت بلدية اسطنبول سنة 1984 بإصدار صكوك مشاركة لتمويل بناء أحد الجسور المعلقة في المدينة بقيمة اصدار تقدر ب 200 مليون دولار ،حيث لقي الاصدار نتائج ايجابية لما حققته من عوائد جيدة و قد تم تداول هذه الصكوك في اسطنبول للأوراق المالية .

– **ماليزيا** : تعود فكرة التصكيك الى سنة 1986 حين قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هيأة للتمويل العقاري سمية شركة الرهن القومية (Bhd Cagmas) ، يتلخص دورها في الوساطة بين مقترضي الرهن العقاري و مستثمري الآجال الطويلة ،وتعد هذه الشركة من أهم مصدري الاوراق المالية المضمونة بأصول في ماليزيا ، وفي سنة 2001 قامت هيئة السوق المالية الماليزية

بوضع قانو خاص بالتوريق للأصول " التصكيك" كما شهدت سنة 2004 قيام بنك (نوربيا) البحريني بإدارة عملية الاكتتاب في صكوك اسلامية " صكوك الاجارة " لصالح ولاية (ساراواك) الماليزية وصل مبلغ الاصدار 350 مليون دولار.

– **البحرين** :كان لها الدور الريادي في اطلاق أول صكوك اسلامية حيث أصدرت مؤسسة نقد البحرين " البنك المركزي" في سبتمبر 2001ماقيمته مائة مليون دولار أمريكي لمدة خمس سنوات ،ثم أصدرت في نفس السنة نوع آخر تحت مسمى " صكوك السلم الاسلامية الحكومية" بقيمة 25 مليون دولار لتليها عملية اصدار أخرى سنة 2002 تحت مسمى " صكوك تأجير اسلامية " بقيمة 80 مليون دولار .

– **قطر** :يعود استخدام الصكوك في المالية العامة لدولة قطر الى سنة 2002 حيث قامت الحكومة القطرية عام 2004 بطرح صكوك اسلامية بقيمة700 مليون دولار.

– **السعودية** :شهدت سنة 2004 إطلاق أول صكوك اسلامية مؤسسة في المملكة العربية السعودية لصالح شركة" HNCO" لتأجير السيارات مسماة (صكوك القافلة) عبارة عن صكوك إجارة مدتها ثلاث سنوات بعائد متغير يدفع للمكتتبين شهريا لتليها بعدها صكوك أخرى . (العنزي س.، 2010، الصفحات 54-57)

3.2.2 خصائص الصكوك الاسلامية

تنفرد الصكوك الاسلامية عن غيرها من الاوراق المالية بمجموعة من الميزات نذكر منها :

– **وثائق متساوية القيمة :**

تصدر الصكوك الاسلامية باسم حاملها أو مالكها، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق و التزامات مالية (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 471)

– **ورقة مالية مضبوطة بالضوابط الشرعية:**

الصكوك الاسلامية ورقة مالية لإثبات الحق و ليس مالا متقوما بحد ذاته ، و لكنه يشير الى وثيقة و دليل عليه ، و يقوم مقامه في الحيازة و القبض و التداول، كما تخضع الى قواعد شرعية ، فلا يجوز اصدارها لغرض تمويل مشاريع محرمة كتمويل بناء مصانع للمسكرات وملاهي و المراقص ..الخ. (موسى، 1995، صفحة 102)

– **قابلية التداول :**

من أهم أسباب نجاح الصكوك الاسلامية هو قابليتها للتداول في سوق الأوراق المالية، و يتحقق ذلك بوجود سوق ثانوي نشط يتم من خلالها تداول هذه الصكوك ،مع ضرورة مراعاة الموجودات التي تمثلها هذه الصكوك التي سنتطرق لها أحكام تداول الصكوك. (العنزي س.، 2010، صفحة 22)

– تمثل أصولا حقيقية في ملكية حصص شائعة لموجودات :

تخول الملكية لحامل الصك حق الرقابة و نحوها ، اضافة الى حق رفع دعوى المسؤولية عن الاداريين ، و حق الارباح و التنازل عن الصك ، و التصرف فيها بما يخوله القانون أو ما تلزمها نشرة الاصدار ، و بما ان الصكوك تمثل ملكية أعيان حقيقية فيجب على المكتتبين تحمل الأعباء و التبعات المترتبة على ملكيتهم الموجودة الممثلة في الصك سواء كانت مصاريف ادارية أو هبوط قيمة الصكوك تحمل أعباء الصيانة للموجودات العينية (الدين و القرة، 2007، صفحة 339)

– المشاركة في الغنم و الغرم :

لا يقتصر على مالكي حملة الصكوك الحصول على العائد أو الارباح التي يدرها المشروع فقط بل يتحملون اللغرم و ما يصيب المشروع ، لان مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك الاسلامية هو الاشتراك في الربح و الخسارة وفق لقاعدة "الغنم بالغرم " (أشرف، 2009، صفحة 22)

– اختلاف الآجال :

تختلف الصكوك الاسلامية باختلاف آجالها، فيوجد منها قصيرة الاجل و المتوسطة و الطويلة الاجل بحسب اختلاف صيغة الصك مرابحة اجارة استصناع ... إلخ (حسان ح.، 2003، الصفحات 17-18)

– أداة مناسبة للاستثمار :

أثبتت الصكوك قدرة الاستثمار الاسلامي على المنافسة بل حتى على قيادة الاقتصاد العالمي و برهنت على وجود آلية أخرى للتمويل بعيدا عن سعر الفائدة و ما خلفه من سلبيات الذي كان سببا لعدة أزمات مالية و اقتصادية عالمية ، حيث تعتمد الصكوك على المشاركة و المخاطرة و يمكن تطبيقها على أرض الواقع (العنزي س.، 2010، صفحة 23)

4.2.2 التكييف الفقهي للاستثمار في الصكوك الاسلامية

يندرج الاستثمار في الصكوك الاسلامية تحت صيغة المشاركة ، و يكون ذلك من خلال جمع و خلط أموال الاكتتاب في وعاء استثماري واحد ، بعدما يتم تصكيك الاصل المراد الاستثمار فيه سواء كان عينا أو منفعة ، من خلال تقسيمه الى حصص متساوية ، ثم يتم اصدار صكوك بقيمتها ، و هذه التجزئة و التقسيم لا يتعارضان مع أحكام و مبادئ الشريعة الاسلامية ، بل يتفقان مع مبدأ الحصص الشائعة و جواز المشاركة فيها ، بحيث تكون هذه الشركة شركة عقد تنشأ بالإيجاب و القبول بين أطراف العقد . (أبوغدة، 2009، صفحة 11)

5.2.2 المصطلحات ذات الصلة بالصكوك الاسلامية

1.5.2.2 هيكلة الصكوك الاسلامية :

"هي عملية مبنية على هندسة لأداة مالية اسلامية و هي الصكوك الاسلامية عبر عقد أو عقود مشروعة يتم خلالها تحويل الأصول أو المنافع المدرة للدخل أو كلاهما معا الى صكوك اسلامية قابلة للبيع و الشراء ،و متساوية القيمة ،وتحمل كافة الخصائص القانونية الناتجة عن الملكية الشائعة، بالتالي فالهيكلة هي التصميم و بناء الاساس التي تقوم عليه عملية التصكيك" (النوباني، 2017، صفحة 35)

2.5.2.2 اصدار الصكوك و التصكيك :

يصعب على البعض أحيانا التفريق بين عملية إصدار الصكوك و التصكيك ، لوجود شبه كبير بينهما و كلاهما ينتهي الى صكوك يتم تداولها في الاسواق ، والفرق بينهما دقيق جدا ، فعند قيام الشركة بإصدار الصكوك فإنها هذه الاخيرة تصدر أوراقا مالية ذات مخاطر مرتبطة بالشركة ،تحصل من المستثمرين على الاموال لتمويل مشروع محدد، فتلك يطلق عليها اسم عملية اصدار الصكوك، أما عندما تجمع بعض الأصول المملوكة لها في وعاء ، مثل : منازل ، سيارات مؤجرة ،معدات ...الخ .أو خليطا من الديون و الأصول الحقيقية (تغلب فيها الأصول الحقيقية) ، و تجعله لدى مؤسسة ذات غرض خاص" SPV" ، و تقوم هاته المؤسسة ذات الغرض الخاص بإصدار أوراق مالية بناء على ذلك التي تمثل ملكية مشاعة في ذلك الوعاء ، ثم تقوم كذلك المؤسسة ذات الغرض الخاص بإخراج هذه الأصول من دفاتر الشركة عن طريق شرائها منها ودفع حصيلة الصكوك اليها كثمن لها ، فهذه تدعى عملية التصكيك ، لأن حامل الورقة المالية يتحمل مخاطر الوعاء و تسمى" securitization" أي تصكيك الأصول . حيث استقر في لغة المعاملات أن تسمى هذه: صكوك معتمدة لدى الاصول "Asset based sukuk" ، بينما يسمى النوع الأول أصول مغطاة بالأصول "Asset backed sukuk " . (القري م.، 2019، صفحة 26)

3.5.2.2 التصكيك و التوريق :

– مفهوم التوريق المصرفي : هو عبارة عن أداة مالية مستحدثة تستخدمها المؤسسات المالية في حشد مجموعة من الديون المتجانسة ، و المضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ، ثم القيم بعرضه أمام الجمهور من خلال منشأة متخصصة في شكل أوراق مالية ، بهدف تقليل المخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة للمصرف .

بالتالي فالتوريق يشير إلى تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول بالتالي فهي تحويل الديون من المقرض الاساسي الى مقرضين آخرين.

كما تجدر التفرقة بين التوريق و التورق ، فهما و ان اتفقا على توفير السيولة إلا أن التوريق يقوم المصرف بمقتضاه بنقل ملكية أصول او بيع الديون لطرف آخر، في حين أن التورق يشتري بمقتضاها العميل سلعة أو يشتريها له البنك وكالة بالأجل ثم يقوم ببيعها بنفسه أو البنك وكالة لطرف ثالث بالنقد .

-الفرق بين التصكيك و التوريق : تقوم الصكوك على موجودات قائمة و حقيقية و يملك مالك الصك حصة شائعة في الاعيان المستثمرة و كذلك فإن التصكيك لا يمكن أن يكون مقبولا الا بإجازة شرعية من هيئة شرعية معتمدة و معلنة فبالتالي فالتصكيك منضبط ضمن شروط و ضوابط شرعية ، بالتالي يجوز شرعا تداوله ضمن الالتزام بتلك الشروط وضوابط التمويل الاسلامي ، بينما يقوم التوريق في العادة على القروض و الذمم المدينة و لا يوجد خلاف في حرمته كما جاء في قرار مجمع الفقه الاسلامي الدولي في دورته الحادية عشرة قرار رقم 01 (04\11) (النشمي، الصفحات 08-09)

جدول رقم (2-1): أوجه الاختلاف الرئيسية بين التصكيك الاسلامي و التوريق التقليدي

وجه الاختلاف	التصكيك الاسلامي	التوريق التقليدي
أصل العملية	تقوم على تحويل موجودات غير سائلة (أعيان او منافع او خليط من الديون و الاعيان و المنافع) إلى أوراق مالية.	تقوم على تحويل موجودات غير سائلة (ديون و قروض) الى اوراق مالية.
التداول	تخضع الى ضوابط و منها تحريم تداول صكوك التي تمثل دينا كالسلم مثلا.	تقوم على بيع دين مؤجل بنقد حال (محرمة شرعا)
هيئة الرقابة الشرعية	وجودها لتقوم بهيكلة الاصدار ووضع معايير لمراقبة عملية التصكيك.	غير موجودة.
تغطية الاصدار	في حال عدم تغطية الاصدار ترد المبالغ الى المكتتبين.	ان لم تنجز عملية تغطية الاصدار يتم اللجوء الى القرض الربوي.
الشركة ذات الغرض الخاص "SPV"	تكون العلاقة بينها و بين مصدر الصكوك علاقة بيع حقيقية أو عملية مشاركة في الموجودات، لا يمكن"SPV"تملك حصة منها.	تكون العلاقة بينها و بين مصدر الصكوك علاقة شكلية ،حيث بإمكان"SPV" ان تتملك حصة منها .
فائض السيولة	يتم استثماره وفق الصيغ الشرعية.	يتم استثماره وفق اسعار الفائدة.
الآثار	المساهمة في تجسيد و بناء مشاريع استثمارية حقيقية.	لا تستهم في تجسيد مشاريع حقيقية بل التقليص منها بسبب قيامها بتوريق الديون.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (العيفة، 2024، صفحة 46)

6.2.2 المقارنة بين الصكوك و السندات و المشتقات المالية

1.6.2.2 .المقارنة بين الصكوك بالأسهم :

قبل ابراز اوجه المقارنة التي تجمع بين كل من الصكوك و الاسهم ، لابد من اعطاء مفهوم للأسهم ،"هي صكوك متساوية القيمة عند إصدارها ، قابلة للتداول بالطرق التجارية ، و يتمثل فيها حق المساهم في رأس مال الشركة و في موجوداتها التي ساهم فيها ، و تخوله بصفته هذه الممارسة حقوقه لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس ادارة الشركة" (سليمان م.، 2005، صفحة 113)

– أوجه التشابه بين الصكوك و الأسهم:

تشترك الصكوك الاستثمارية الاسلامية مع الاسهم في عدة نقاط نذكر منها ما يلي (الموسى و مادوغي، 2016، الصفحات 71-72):

- يمثل كل من الصك و السهم حصة شائعة في صافي أصول المشروع او الشركة ، و هذه الاصول تشمل غالبا أعيانا و حقوقا ومنافع و نقود وديونا لدى الغير بنسب متفاوتة؛
- كلاهما ورقة مالية ، يستحق مالك الصك و السهم حصة في صافي ارباح المشروع او الشركة تتناسب مع قيمة ما يملكه صاحب الصك او السهم ؛
- يقوم كل من السهم و الصك الاستثماري مقام الحصة الشائعة في صافي اصول الشركة أو المشروع في القبض و التسليم و الحيازة ،و هي امور لازمة لصحة التصرف و تعد حكما في العقد ؛
- في حالة تم بيع الصك الاستثماري او السهم ، فإن حيازتهما و قبضهما يهد حيازة للحصة الشائعة نفسها كحكم من أحكام العقد.

– أوجه الاختلاف بين الصكوك و الاسهم

تختلف الصكوك عن الاسهم في عدة نقاط يمكن حصرها و توضيحها في الجدول التالي :

الجدول رقم (2–2) : أوجه الاختلاف بين الصكوك و الاسهم

عناصر المقارنة	الصكوك الاسلامية	الأسهم
الطبيعة و الشكل القانوني	–الصكوك الاسلامية هي ورقة مالية ضعيفة التداول لندرتها في الاسواق الثانوية التي تسمح بتداولها وللمحددات التشريعية و الفنية	– الاسهم ورقة مالية يجري عليها التداول مصحوبة بتشريعات و قوانين مؤيدة لها ومنتشرة بأسواق ثانوية في العديد من دول العالم

	– الصكوك الاسلامية هي إحدى منتجات الهندسة المالية الاسلامية	– الاسهم من ابتكار الهندسة المالية التقليدية بعد قيام شركات المساهمة
آلية الاصدار و الالتزام بالضوابط الشرعية	– تخضع للضوابط الشرعية عند الاكتتاب العام و التداول و الاطفاء تكون ملزمة	– لا تخضع لأي ضوابط شرعية عند الاصدار و التداول و الاطفاء ،تسري عليها القوانين الوضعية
التداول	مالكو الصكوك لا يشاركون في ادارة المشروع و ليس لهم الحق في التصويت و في اختيار مجلس الادارة لانهم ليسوا أعضاء الجمعية العامة بحيث يقتصر حقهم في الرقابة للمحافظة على حقوقهم	مالكي الاسهم لهم حق الاشتراك في ادارة الشركة في الجمعية العمومية و مجلس الادارة
الارباح و اسعارها	هيكل اصدار الصكوك يجعل العائد عليها و ثمنها في السوق أقل تقلبا و أكثر استقرارا	تخضع سوق الاسهم الى كثير من التقلبات و المضاربات الوهمية الذي يسهم في التأثير الكبير على أسعارها و بالتالي فلا يوجد للاستقرار فعلي في الاسهم
المدة الزمنية	المشاركة في الصكوك ليست مشاركة دائمة في المشروع ، فقد تكون مشاركة متناقصة في تمويل مشروع معين بالتالي اطفاء الصك على مرحل زمنية	مالكي الاسهم لهم حق الاشتراك لسنوات طويلة بل أحيانا تكون طوال حياة الشركة ما لم يتم بيعها أو نقل ملكيته او تلغى وفق إجراءات قانونية محددة.
التمثيل القانوني للمالكين	مالكو الصكوك لا يشاركون في ادارة المشروع و ليس لهم الحق في التصويت في اختيار مجلس الادارة لانهم ليسوا أعضاء الجمعية العامة بحيث يقتصر حقهم في الرقابة للمحافظة على حقوقهم	مالكي الاسهم لهم حق الاشتراك في ادارة الشركة في الجمعية العمومية و مجلس الادارة
الاطفاء	يمكن مالكي الصكوك من استرداد رأس مالهم او قريبا منه عند انتهاء مدته بصرف النظر عن قيمة أصول مصدر الصكوك أو قدرته على سداد ديون الآخرين	حاملي الاسهم لهم نصيب من أصول الشركة عند تصفيتها و تسديد ما عليها من ديون سواء كانت كبيرة او قليلة
مجالات الاستثمار	الصكوك الاسلامية أوسع مجالا في تمويل الاستثمارات و تعبئة المدخرات بفضل صيغها التمويلية المختلفة كما تمثل الصكوك الاسلامية ملكية أعيان و منافع مباحة شرعا	الاسهم مجالاتها التمويلية محدودة لاقتصارها على صيغة تمويلية واحدة مع امكانية ان تكون الاسهم في شركات تتعامل بالمحرمات و الخبائث
صيغ الاصدار	تصدر الصكوك الاسلامية وفق العديد من الصيغ التمويلية كالمضاربة و المشاركة و السلم ..الخ	تصدر الاسهم وفق صيغة تمويلية واحدة و هي المشاركة

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (العنزي س.، 2010، الصفحات 46-47-48)

2.6.2.2. المقارنة بين الصكوك و السندات

" السندات هي أوراق مالية ،كما تعتبر قرضا في ذمة مصدرها يلتزم من خلالها بفوائد محددة سلفا أو تكون على توافق مع سعر السوق ،و لا يكون لمشتريها الحق في الدخول في ملكية أصول المشروع " (سليمان م.، 2005، صفحة 201)

جاءت الصكوك الاسلامية لتكون بديلا عن السندات من خلال محاكاة هذه الاداة المالية التقليدية و الأخذ بها بما يليق بالمسلمين و أحكام الشريعة الاسلامية من خلال العمل على تنقية هذه الورقة المالية من الشوائب المحرمة حتى تنضبط مع أحكام الشريعة الاسلامية .

– أوجه التشابه بين الصكوك و السندات

- كلاهما ورقة مالية متداولة ، الهدف منهما هو التمويل ؛
- يسمحان بأداء و تنفيذ وظائف اقتصادية واسعة و مهمة ، كالتحكم في حجم السيولة النقدية ، و تمويل مشاريع و أغراض مختلفة ؛
- تصنف الصكوك الاسلامية و السندات بصفة عامة على أنها من الاوراق المالية ذات الاستقرار الكبير ، و تدني حدة المخاطر (الموسى و مادوغي، 2016، صفحة 73).

– أوجه الاختلاق بين الصكوك و السندات

تختلف الصكوك عن السندات في عدة نقاط ،يمكن كذلك حصرها و توضيحها في الجدول التالي :

الجدول رقم (2–3) : أوجه الاختلاف بين الصكوك و السندات

عناصر المقارنة	الصكوك الاسلامية	السندات
الطبيعة و الشكل القانوني	حصة شائعة في موجودات او منافع ، اي المشاركة في ملكية موجودات طبقا لمبدأ المشاركة في الربح و الخسارة ، و تعد من الاستثمارات المتوسطة و الطويلة الأجل. كما يمثل الصك سهما ماليا في الأصول و المنافع و الحقوق	قرض بفائدة دورية و مالكه لا يتحمل الخسارة حيث لا يمتلك المكتتب في السند اي صلة بأصول المالية للشركة و يعد من الاستثمارات الطويلة الأجل .
آلية الاصدار و الالتزام	الاكتتاب العام ، بحيث تتضمن نشرة الاصدار الضوابط الشرعية التي يجب ان تلتزم بها الجهة المصدرة التزاما تاما	الاكتتاب العام ، كما لا تتضمن نشرة الاصدار أية ضوابط شرعية و لا تلتزم الجهة المصدرة بالقواعد الشرعية

بالضوابط الشرعية		
التداول	قابلة للتداول مع مراعاة حالة الموجودات ،حيث يعبر الصك عن نقل الملكية في عمليتي البيع و الشراء	قابلة للتداول، و تداول السند لا يعني نقل الملكية بالحصة بل بالمبالغ النقدية
الارباح و الفوائد	الربح غير محدد بل هو قائم على قاعدة "الغنم بالغرم"	الفوائد الدورية محددة مسبقا بغض النظر عن تحقيق الارباح من عدمه للمشروع
القابلية للتحول الى أسهم	غير قابلة للتحول إلى أسهم لأن الصكوك تعبر عن مشروعات و انشطة قائمة	قابلة للتحول الى أسهم
التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثلهم امام الجهات الاخرى باعتبارهم أرباب و أصحاب الاموال	تضمن الجهة المصدرة رأس المال و الفوائد بغض النظر عن أية نتائج مالية تحدث للجهة المصدرة أو المشروع أو النشاط .
الاطفاء	يمكن ان يكون كليا أو جزئيا في نهاية مدة الاصدار خلال سنوات الاصدار مع مراعاة الضوابط الشرعية المتعلقة بنشرة الاصدار	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الاصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الاصدار و فق الشروط المنصوص عليها في نشرة الاصدار .

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (شعبان و علي، 2014، صفحة 37)

3.6.2.2. المقارنة بين الصكوك و المشتقات المالية

"المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد(مثل السندات و الأسهم و النقد الأجنبي و الذهب و غيره من السلع)، و يكون الهدف من استخدامها التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار تلك الأصول، أي للتحوط ضد مخاطر التغير في أسعار الفائدة و الأسهم و الصرف و كذلك أسعار السلع بما في ذلك الذهب" (علي و محمدي الطيب امحمد، 2008، صفحة 149)

– أوجه الاختلاف بين الصكوك و المشتقات المالية

نوضح بعض الاختلافات بين كل من الصكوك و المشتقات المالية من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (2–4):أوجه الاختلاف بين الصكوك و المشتقات المالية

عناصر المقارنة	**الصكوك**	**المشتقات المالية**
طبيعتها و شكلها	أوراق مالية تقوم على ارتباط بموجودات او منافع حقيقية و ذات جدوى اقتصادية .	مشتقة من عقود مالية أساسية و ليس لها حقوق مالية مباشرة بأصول حقيقية

القانوني		
الهدف من اصدارها	توفر السيولة، باعتماده التام على أصول حقيقية و منافع مقبولة شرعا	اعتماد ها على بيع الديون و لا تعتمد على بيع الاصول أو منافع حقيقية ، تقوم على خلق السيولة من خلال البيوع المتولدة من بعضها البعض و المعتمدة في واقع الحال على ديون التي شكل في نهاية الامر رافعة مالية وهمية
التوافق مع الشريعة	تحكمها قواعد الشريعة الاسلامية التي تقوم على تحريم بيع الدين	لا تخضع لأحكام الشريعة
المخاطر	اقل مخاطر نسبيا	مخاطر عالية

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على : (النوباني، 2017، الصفحات 45-46)

7.2.2. أهمية الصكوك و أهدافها

1.7.2.2 . أهمية الصكوك الاسلامية

تبرز أهمية الصكوك من خلال الدور الكبير الذي تلعبه على المستوى التنموي ، حيث سمحت بتوسيع قاعدة الاوراق المالية في سوق المنتجات الاسلامية بفضل ميزات متعددة أعطتها هاته الاهمية التي نوضحها فيما يلي (الحجي و الشايجي، 2005، صفحة 926):

- تسمح الصكوك الاسلامية بفتح المجال لجميع فئات المجتمع التي كانت تمتنع عن استثمار أموالها في الاوراق المالية التقليدية كالسندات و غيرها التي لا تراعي الاحكام و الضوابط الشرعية ، بالتالي جاءت الصكوك كبديل شرعي للسندات و تحقيقها للمقاصد الشرعية الامر الذي ساهم في جذب الاموال الباحثة عن الاستثمار في الحلال؛
- توسيع و تنشيط عمل المصارف الاسلامية ، باعتبارها أداة مالية مقبولة شرعا في توظيف السيولة و تحقيق عائد و تنويع و تخفيف المخاطر ؛
- تعتبر الصكوك كأداة مناسبة للتكامل بين النشاطات المصرفية الاسلامية و الأسواق المالية ما يسمح بتوفير احتياجات المشاريع الخاصة و العامة؛
- تمتع الصكوك الاسلامي بالمرونة العالية من جهة و تنوعها من جهة أخرى ، سمح بتمويل الاموال المحصلة في الانشطة و المشاريع المتاحة أمامها ، بالتالي فهي لا تقيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك في نشاط او مشروع معين هذا ما جعل من الصكوك أنها مناسبة لمعظم الانشطة التجارية و الاستثمارية المباحة شرعا ، اضافة الى امكانية اصدارها بعملات مختلفة بآجال متعددة ما أعطى للمستثمرين الحرية و الاريحية في الاختيار ؛
- الصكوك الاسلامية لا يترتب عنها التزامات ثابتة اتجاه الممولين ، لقيامها على مبدأ المساهمة في الغرم و الغنم؛
- تعتبر الصكوك الاسلامية من أفضل الوسائل لجذب المدخرات الحقيقية و تجميع الاموال لتمويل المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية و الاجتماعية؛ (علي ن.، 2009، صفحة 953)

- تعتبر الصكوك الاسلامية من أفضل الادوات التمويلية للمشاريع البنية التحتية الكبيرة التي لا تستطيع تحملها جهة واحدة؛
- تسمح الصكوك الاسلامية في تحقيق البرامج الانمائية للمؤسسات و المرافق الحكومية ، و يتحقق ذلك بإشراك الدولة و المواطنين في التقدم و الاعمار ؛
- تساهم الصكوك في تطوير المؤسسة المصرفية الاسلامية الى مؤسسة شاملة تنوع منتجاتها من خلال تمويل الانشطة الاستثمارية و التجارية بفضل الوعاء الادخاري المصرفي ؛
- تعتبر الصكوك الاسلامية من أهم الادوات الفعالة لربط الادخار بالاستثمار و الموارد بالاستخدامات، كما يمكن الرقابة على الأداء ما يعزز من واقع الشفافية و الافصاح الذي يساهم في رفع مستوى الأداء؛
- توسيع و تنويع الادوات التمويلية من خلال طرح الصكوك الذي يشجع على تنشيط سوق رأس المال ،مما يقلل اللجوء الى الاقتراض بالفائدة الربوية و الاعتماد عليها ؛
- تلعب الصكوك دور مهم في جانب الطلب الذي يعتبر المحرك الاساسي في السوق المالي ، و يظهر ذلك من خلال تنمية جانب الطلب على السيولة النقدية في الاسواق المالية ؛
- تعمل الصكوك على خفض عجز الموازنة العامة من خلال تغطية التزامات الدولة و التقليل من التزاماتها التمويلية عن طريق استخدام المدخرات الافراد و المؤسسات المالية كصكوك لإنشاء مرافق عامة و غيرها ؛
- تعطي الصكوك مجالات استثمارية جديدة ، بفضل تفعيل أصول ثابتة التي تعود ملكيتها للدولة ؛
- استخدام الصكوك الاسلامية كوسيلة نقدية لمعالجة فائض السيولة النقدية قصيرة الأجل لدى المؤسسات المالية و المصارف ؛
- تساعد الصكوك على التوزيع العادل للثروة بين جميع المستثمرين و الانتفاع المشروع من الربح بنسب عادلة و عدم تركيز الثروة في يد مستثمر واحد حتى لا تكون دولة بين الاغنياء و هذا من أعظم ما يسعى اليه الاقتصاد الاسلامي؛ (العثماني، 2014، الصفحات 02-03)
- تلعب الصكوك دور انساني و اجتماعي و تكافلي من خلال اصدرا صكوك القرض الحسن ، حيث يكون الغرض من اصدارها تمويل حاجات عامة ويضمن مصدرو هاته الصكوك (سواء كان حكومة أو بنك مركزي او بنوك) قيمتها عند انتهاء الأجل ولا يكون الغرض من هاته الصكوك دائما تحقيق الارباح، بل يكون الهدف منها تحقيق أغراض تكافلية و اجتماعية؛
- تسمح الصكوك الاسلامية بتقديم الاداة المناسبة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم و استردادها عند الحاجة الذي يلزم بوجود سوق ثانوي الذي يسمح لهم بذلك . (أبوغدة، 2009، صفحة 04)

2.7.2.2. أهداف الصكوك الاسلامية

تختلف الاهداف في اصدار الصكوك الاسلامية باختلاف الحاجة التي دعت الجهة المصدرة لها سواء كانت : حكومات ،بنوك ، شركات .

1.2.7.2.2 أهداف تعامل الحكومات بالصكوك الاسلامية :

من بن أهم الاهداف و الحاجات التي تستدعي تعامل الحكومات على اصدار الصكوك الاسلامية ما يلي :

✓ **تمويل عجز الموازنة العامة:**

يشير عجز الموازنة العامة للدولة الى وجود زيادة في النفقات على الايرادات العامة للدولة ، و هي السمة التي تعاني منها العديد من دول العالم ، التي يتم تمويل هذا العجز غالبا بالاعتماد على الاساليب التالية :

- السحب من الاحتياطي العام و ما يخلفه من تراجع العوائد و نقص في الاحتياطات العامة للدولة ، اضافة الى تراجع الثقة الائتمانية في اقتصاديات البلدان التي ترتكز على هذا النوع م الاسلوب و بالتالي ضعف قدرتها على الاقتراض؛
- استحداث ضرائب جديدة او الرفع من الضرائب الموجودة و ما يخلفه من آثار سلبية على الاستهلاك و الادخار ؛
- الاقتراض الداخلي من خلال طرح سندات حكومية او الاقتراض من البنوك التجارية او المؤسسات المالية و الذي يسبب في العديد من المرات في تفاقم خدمة الدين وتراكم الديون ما يزيد من مشكلة العجز الموازني؛
- الاقتراض الخارجي و ما ينجم عنه من تبعية الدولة للخارج مع امكانية التدخل الاجنبي و تهديد سيادة الدولة؛
- الاصدار النقدي الجديد (التمويل بالعجز) من خلال زيادة طبع النقود أو الاقتراض من البنك المركزي و ما يولده من ضغوط تضخمية لعدم وجود انتاج حقيقي يقابل هذه الزيادة في المعروض النقدي .

نتيجة لما تخلفه هاته الاساليب المختلفة لتغطية عجز الميزانية من نتائج سلبية و وخيمة على الاقتصاد و المجتمع ككل ، جاءت الحاجة الى اصدار الصكوك الاسلامية لقدرتها على تعبئة الموارد لسد عجز الموازنة العمة للدولة ، فهي تعطي للدولة ميزات نذكر منها ما يلي :

- تمويل غير تضخمي من خلال السماح بتوفير تمويلات حقيقية للدولة و من موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية عكس التمويل بالعجز؛ (الجورية، 2009، صفحة 181)
- تمويل يرتكز على المشاركة في الغنم و الغرم (الربح و الخسارة) و لا يكون تمويل الرابح فيه طرف و الخاسر طرف آخر على خلاف التمويل بالاقتراض؛
- تمويل يشارك فيه الجميع بما فيهم المؤسسات المالية و البنوك و شركات التأمين التكافلي و كل من كان يتحاشى استثمار أمواله في أساليب التمويل الربوية ، ما يتيح للدولة الاستفادة بأكبر قدر من الموارد المالية الضخمة لتمويل مشاريعها؛
- تمويل مرتبط بمشاريع محددة في مجالات معينة ما يساعد في التقليل من التبذير من خلال اجبار الدولة استعمل حصيلة الصكوك في مشروع محدد مقارنة بما تخلفه القروض العامة الربوية ؛

- تمويل يجنب الدولة مخاطر التمويلات الاجنبية من خلال فرض الدولة نسب معينة من نسبة مشاركة الاجانب من الصكوك في نشرة الاصدار ، ما يحفظ للدولة قرارها الاستثماري و فرض سيادتها و عدم تمكين المستثمر الاجنبي في التأثير على القرارات المتخذة؛ (صالحي، 2010، الصفحات 39-40).
- تمويل يستجيب للاحتياجات الرسمية بمختلف الاغراض و الاشكال ،تنوع الصكوك يسمح بتوظيفها في هذا المجالات ،لتميز الصكوك الاسلامية بسمات و خصائص تجعلها أكثر فاعلية. (منصور، 2009، صفحة 38).

✓ **التحكم في العرض النقدي** :

يسعى البنك المركزي من خلال التحكم في السيول النقدية المتوفرة في اقتصاد البلد من خلال ما يعرف بالسياسة النقدية الذي تعتمد على مجوعة من الاساليب من بينها سياسة السوق المفتوحة التي تشير الى دخول البنك المركزي للسوق المالي بائعا و مشتريا لبعض الأصول تكون عادة سندات حكومية و أذونات الحزينة ففي حالة الركود او الانكماش يكون البنك المركزي كمشتري لهذه الاوراق المالية لزيادة المعروض النقدي ، أما في حالة التضخم يقوم ببيع تلك الأوراق لامتصاص فائض عرض النقود و هذا ما يخلف تأثيرا عكسيا (سليمان ن.، 2006، صفحة 73).

ان تدخل البنك المركزي بهذه الاداة يؤثر في العديد من الحالات على قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان بسبب التأثير على الفائض الاحتياطي لديها و من ثم على عرض النقود ، و بالمقابل يغيب هذا التأثير على البنوك الاسلامية لعدم تعاملها بالأوراق المالية الحكومية المرتبطة بالفوائد الربوية المحرمة .

ونتيجة لما سبق جاءت الصكوك الاسلامية لإعطاء حلول لما تخلفه سياسة السوق المفتوحة و ذلك من خلال :

- **في حالة الانكماش و الركود** : يكون من المتوقع تراجع العائد على الصكوك بسبب التراجع في النشاط الاقتصادي ككل و انخفاض حجم الطلب على السلع و الخدمات بصفة عامة ما عرض الكثير من المؤسسات و الشركات لخسائر ، نظرا لما سبق يكون من الطبيعي في هذا الاتجاه لمالكي الصكوك التخلص منها و بيعها الى البنك المركزي فور اعلانه قبول شرائها حسب سعر السوق . هذا ما يخلق زيادة في حجم المعروض النقدي المتداول بين الناس و هذا هو المطلوب .
- **في حالة التضخم** :تهدف السياسة النقدية في هذه الحالة من خفض حجم فائض المعروض النقدي من التداول ، يكون من المنتظر ارتفاع العائد على الصكوك في هذه المرحلة تماشيا و ميزات هذه الفترة من رواج كبير و تحقيق أرباح كثيرة للشركات ، يؤدي ذلك بأصحاب المدخرات و المستثمرين على التهافت لاقتناء الصكوك الاسلامية و شرائها من البنك المركزي و يتحقق بذلك الهدف المطلوب .

يتضح مما سبق أن استخدام الصكوك الاسلامية من طرف البنك المركزي ، أظهر ان لها الافضلية على الاوراق المالية الحكومية المدعومة بالفائدة ضمن عمليات السوق المفتوحة ، يرجع هذا التفوق لتعدد صيغ الصكوك "مشاركة ، مضاربة ،

إجارة...الخ، ما يضع البنك المركزي في أريحية و يعطيه حرية اختيار الصيغة الاستثمارية التي يراها مناسبة للتدخل الصائب لأجل تحقيق أهدافه الانكماشية أو التوسعية (الدين و شرياق رفيق، 2012، صفحة 248).

2.2.7.2.2 أهداف تعامل البنوك الاسلامية بالصكوك الاسلامية :

الحاجة التي تدفع البنوك الاسلامية للتعامل بالصكوك الاسلامية و هذا بغية تحقيق الأهداف التالية :

- ✓ **تفعيل الاستثمار طويل الاجل** : جاءت البنوك الاسلامية لأجل تحقيق تنمية اقتصادية و اجتماعية هذا ما دفع بالباحثين في مجال البنوك الى ضرورة تشغيل مواردها المالية في الاستثمارات طويلة الأجل للوصول الى الاهداف تصبو لتحقيقها . إلا أن البنوك الاسلامية في الكثير من الحالات في ممارسة نشاطها الاستثماري تواجه العديد من التحديات التي من خلالها تتجنب هذه البنوك الاستثمارات الطويلة الأجل و تركيزها بشكل ملحوظ على الاستثمارات القصيرة الأجل و هذا يعود الى أهم عائق المتمثل في الموارد المالية للبنوك الاسلامية ، هذا راجع لاعتمادها على الودائع التي تتيح لأصحابها سحبها وقت ما شاء سواء كانت حسابات جارية او استثمارية .

لإعادة بعث نشاطات هاته البنوك الاسلامية و معالجة هذا الخلل ، جاءت الصكوك الاسلامية كمصدر تمويلي جديد يسمح للبنوك الاسلامية من توفير موارد مالية لأجل طويل اضافة الى توافقها مع رغبات المستثمرين يمكن تداولها أسواق الاوراق المالية عن طريق شرائها أو بيعها كما هو محدد في نشرة الاصدار.

كما تسمح الصكوك الاسلامية بتوفير موارد مالية قصيرة و متوسطة الأجل ، يستطيع البنك الاسلامي أن يقوم بتوظيفها في مشروعات طويلة الأجل . بحيث في كل مرة قبل قفل باب الاستحقاق لهاته الصكوك يقوم بإصدارات جديدة تمكنه من المحافظة على ضمان تدفق الاموال طول العمر الانتاجي للمشروع من دون الخوف من نقص في السيولة. (حبيبة، متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري- دراسة استشرافية، 2022، الصفحات 20-21).

- ✓ **إدارة السيولة** : المقصود بإدارة السيولة هو الاستثمار الأمثل للأموال المتاحة بما يحقق أقصى عائد ، و القدرة على الوفاء بالتزامات للدائنين عند الحد الادنى للتكاليف في كلا الحالتين الفائض او العجز.
  - **فائض السيولة** : يحدث هذ النوع عند تكدس النقود لدى البنوك و تجاوزها للحد المسموح به دون استثمارها ، ما يخلق فرصة ضائعة على استثمارها و تفويت مشاريع استثمارية كان من الممكن تحقيقها
  - **عجز السيولة** :هذا يعبر عن انخفاض الرصيد النقدي الفعلي عن الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به ما يخلق من عدم قدرة البنك من الوفاء بالتزاماته (الشبيلي، 2012، صفحة 02).

و تعتبر السيولة بشقيها (الفائض، العجز) من أبرز المشكلات التي تتعرض لها البنوك الاسلامية و البنوك التجارية ، إلا أنه يمكن القول ان هذا المشكل أكثر تعقيدا لدى البنوك الاسلامية عكس البنوك التجارية التي تجد الكثير من الحلول و الحرية في التحكم في جانب الاستخدامات لقدرته على التحكم في آجال ما تقدمه من قروض في ضوء السيولة المتاحة اضافة الى وقوف

البنك المركزي الى جانبها و علاقات البنوك التجارية فيما بينها ، في حين ان البنوك الاسلامية لديها تقييد في استخدام مواردها لأنها بنوك استثمارية تهدف الى تحقيق استثمارات حقيقية و التي في غالب الاحيان تكون استثمارات طويلة الأجل (دنيا، 2010، الصفحات 10-11).

و لمواجهة أزمة السيولة التي تعيق عمل البنوك الاسلامية جاءت عدة أبحاث لتطوير و تفعيل منظومة متكاملة من الترتيبات و المنتجات المالية التي تلقى القبول الشرعي يمكن للبنوك السلامية التعامل بها هي الصكوك الاسلامية التي من خلالها يمكن مواجهة مشكلة السيولة في حالتي الفائض و العجز و ذلك على النحو التالي :

- **حالة وجود فائض السيولة** :يقوم على أساسها البنك الاسلامي بشراء الصكوك الاسلامية ويختار الانسب له من حيث الآجال و نوعية المخاطر و آلية التسييل
- **حالة وجود عجز السيولة** : يقوم البنك الاسلامي ببيع ما لديه من الصكوك و يكون ذلك باختيار الوقت المناسب حتى لا يضيع أربح بالتالي يتحمل خسارة ، بالتالي تمكنه هذه العملية بسد العجز في السيولة (شحاتة، 2010، صفحة 34).

✓ **تلبية متطلبات لجنة بازل (I I I)** :

لقد أظهرت الانظمة المصرفية هشاشتها في مواجهة أزمة سنة 2008 ، قامت على إثرها لجنة بازل للرقابة بوضع مجموعة من المعايير تهدف الى تعزيز من صلابة الانظمة المصرفية و ذلك سنة 2010 و من ضمن ما جاء في معيار بازل (I I I) و له صلة بالصكوك الاسلامية ، الاول متعلق بمتطلبات رأس المال التنظيمي و الثاني يرتبط بتغطية السيولة .

- **متطلبات رأس المال التنظيمي** :لتعزيز قدرة البنوك على تحمل الخسائر تم إلزامها بتقسيم مكونات رأس مالها الى شريحتين :

الشريحة الاولى(Tier 1) و تتكون من :

- الشريحة الاولى للأسهم العادية التي تتضمن بشكل أساسي رأس المال المدفوع و الأرباح المحتجزة .
- الشريحة الاضافية (AT1) و تتكون من أدوات مالية وضع لها حد أدنى من المعايير التى من الواجب أن تتوفر فيها و من بينها أن تكون غير مضمونة و غير محددة المدة و قابليتها للاسترداد بمبادرة المصدر فقط بعد مرور أكثر من خمس سنوات.

وفي هذه المعايير أرفقت الشريحة الأولى بعبارة (**going –concern capital**)،اشارة لوظيفتها التي تمكن البنك من امتصاص خسائره و الاستمرارية في نشاطه .

الشريحة الثانية (Tier2) و التي تضم أدوات مالية تم تحديد الحد الادنى من المعايير التي يجب أن تتوافر فيها من بينها: ألا تكون مضمونة وألا تقل عن خمس سنوات وان تكون قابلة لاسترداد من المصدر فقط بعد مرور أكثر 05 سنوات

و كذلك تم ارفاق هذه الشريحة بعبارة (**going –concern capital**) ، يشير الى أن هذه الشريحة من رأس المال هي القادرة على امتصاص الخسائر عند نقطة عدم العودة أي في حالة الافلاس ، وهي الخسائر التي لا تستطيع الشريحة الاولى مواجهتها .

- **متطلبات نسبة تغطية السيولة** :قامت لجنة بازل بالإضافة الى متطلبات رأس المال التنظيمي بتحديد نسبة السيولة (LCR) ،تهدف من خلالها الى ضمان حيازة البنوك لأصول سائلة ذات جودة عالية (HQLA)، تمكن هذه الأصول البنوك من مواجه اضطرابات السيولة الممكن حدوثها و يكون ذلك من خلال تعويض صافي التدفقات النقدية الخارجة التي قد تواجهها في ظل الضغط الحاد قصير الأجل لمدة 30 يوما .

و لبلوغ مراحل هذا الهدف حددت لجنة بازل في البداية نسبة 60% في الفاتح يناير 2015 لتتدرج و تنتقل الى بلوغ 100% في الفاتح من يناير 2019 حيث يتساوى مخزون الاصول العالية الجودة مع صافي التدفقات النقدية الخارجة .

كما نبهت لجنة بازل الى ضرورة توفر أصول سائلة عالية الجودة و من أهمها أن تكون ذات مخاطر متدنية و سهلة التقييم و ان يكون ارتباطها بأصول الخطيرة منخفضا وتكون مدرجة في سوق معترف بها .

على ضوء ما فرضته لجنة بازل I I I من متطلبات ، أرغم هذا البنوك الاسلامية بالبحث عن أدوات مالية تمكنها من الالتزام بمعايير بازل اضافة الى ضرورة توافقها مع أحكام الشريعة الاسلامية ، هذا ما فتح المجال أمام الصكوك الاسلامية التي بإمكانها ان تتماشى مع متطلبات الشريحة الأولى و الاضافية وكذا متطلبات الشريحة الثانية .

لأجل هذا أصبحت بعض الهيئات تقوم بإصدار الصكوك الاسلامية تتميز بالسيولة و جودتها العالية ما مكن البنوك من الاستثمار في هذه الصكوك لتلبية متطلبات تغطية السيولة، و منذ ذلك الوقت أصبحت الصكوك الاسلامية تعمل على تحقيق أهداف متطلبات معايير بازل I I I.

- ✓ **إدارة المخاطر** :

تمكنت البنوك و المؤسسات المالية التقليدية من ابتكار و تطوير وسائل للحد من المشاكل التي تعترضها ، و من بينها تلك الادوات المشتقات المالية ، و نظرا لاختلاف طبيعة عمل البنوك الاسلامية و مخاطرها التي قد تكون اكبر من التي توجد في البنوك التقليدية ، تطلب ايجاد وسائل و أدوات للتحوط من تلك المخاطر شريطة توافقها مع أحكام الشريعة الاسلامية و تلائم عمل البنك الاسلامي ، مع التنويه الى استحالة التعامل بالمشتقات المالية في البنوك الاسلامية لانطوائها على مخالفات شرعية ، لذلك تكون الصكوك الاسلامية من أهم الأدوات التي المناسبة للتحوط من المخاطر التي تعترض البنوك الاسلامية ، من خلال الصيغ المختلفة التي تمنحها الصكوك في تنويع الاستثمارات، بالتالي توزيع المخاطر و التقليل منها ، كما تشكل الصكوك الاسلامية حافظة استثمارية تناسب تطلعات و رغبات المستثمرين ، بالتالي تتيح هاته الصكوك مبدأ تفادي التركز الشديد في التمويلات القصيرة الأجل الذي يميز عمل البنوك الاسلامية عمليا و هي ظاهرة غير صحية كما تم التطرق و

الاشارة لها سابقا . (حبيبة، متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري- دراسة استشرافية، 2022، الصفحات 21-22)

3.2.7.2.2 أهداف تعامل الشركات بالصكوك الاسلامية :

تهدف الشركات من خلال تعاملاتها بالصكوك الاسلامية الى الحاجة الماسة في جذب رؤوس الأموال لتغطية تمويل مشروعاتها القائمة أو التوسع في مشروعات أخرى جديدة ، كما يمكن ان يكون الهدف من التعامل بالصكوك هو توفير سيولة عن طريق التصكيك لأصول أو منافع او الخليط بينهم لتمويل أغراض خاصة ، و في الكثير من الاحيان يمكن من الشركات و حتى الشركات العملاقة ان تستوفي حدودها الائتمانية لدى البنوك لكن تجد صعوبة في حصولها على التمويلات اللازمة و هذا راجع الى ما فرضته معايير بازل ، هذا ما صعب في حصول الشركات على التمويل الضروري لاستمرارية نشاطها ، فكانت الصكوك الاسلامية كحل ائتماني جديد فتح لهم الابواب للحصول على التمويلات اللازمة (ميرة، 2011، صفحة 328).

وجدت بالخصوص الشركات الصغيرة و المتوسطة الملاذ في الصكوك الاسلامية للحصول على تمويلاتها الجديدة ، لأنها تفتقد للضمانات الكافية للحصول على التمويلات من البنوك التجارية و بسبب حداثتها الائتمانية و ارتفاع معدلات الفائدة ، لإزاحة الصكوك الاسلامية كل تلك المعيقات التي تحول من حصول هذه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على التمويل الذي تحتاجه كما توفي لهم ما يلي:

- ✓ **تنويعا في مصادر تمويلها** : من بين أنواع الصكوك من هو قائم على التبرعات و البر و الاحسان و من هو قائم على المشاركات ، هذا ما يسمح بفتح مجالات أكثر لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .
- ✓ **الزيادة في قدرتها على الحصول على التمويل** : التمويل عن طريق الصكوك الاسلامية يكون يقوم على اساس دراسة الجدوى الاقتصادية و على اساس تمويل مشاريع مباحة شرعا ، و هذا ما يدل أن دراسة المشروعات تخضع للأولويات الشرعية، بخلاف التمويل بالقروض الذي يهتم بالملاءة المالية لصاحب المشروع للشركات الصغير و المتوسطة نفسها الطبقة على كبار اصحاب المشاريع و الشركات ، مما يقلل فرصة الحصول على التمويل من اصحاب الشركات الصغيرة و المتوسطة (الجورية، 2009، صفحة 158).

8.2.2. محددات انتشار الصكوك

1.8.2.2 . العوامل التي ساعدت على انتشار الصكوك

ساعدت العديد من العوامل على زيادة انتشار التعامل بالصكوك الاسلامية عبر العالم بفضل المزايا العديدة التي تتمتع بها ، و لم يقتصر اصدارها على الدول الاسلامية فحسب بل شملت اصداراتها حتى الدول غير الاسلامية ، و من بين العوامل التي ساهمت في اتساع رقعة التعامل بالصكوك نذكر منها (العنزي س.، 2010، صفحة 72):

- تطور الهندسة المالية الاسلامية التي سمحت بتقديم أدوات استثمار جديدة و من ضمنها الصكوك وتحديث أساليب الهيكلة المالية للبنوك ، الذي ساعد على رفع كفاءة تعبئة المدخرات و توجيه الموارد المالية على الاستثمارات و الحاجات التمويلية المتعددة ؛
- التنوع في مجالات الصكوك الاسلامية من خلال طبيعتها او آجالها (قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل) او لاعتبار الجهة المصدرة لها (بنك مركزي ، بنوك محلية ، شركات ...الخ) ، الشيء الذي يعطي ميزة و زخما لهاته الصكوك في أسواق الاوراق المالية ، مما ساهم في توسيع قاعدة المنتجات المالية الاسلامية و شجع الصكوك الاسلامية في نموها المتسارع وتطورها الكبير في السنوات الأخيرة ؛ (العثماني، 2014، صفحة 02)
- توسع القناعة لدى المدخرين بعدم تعارض الصكوك مع أحكام الشريعة الاسلامية ؛
- زيادة الحاجة المستمرة في توسيع مشاريع البنية التحتية في العديد من الدول ؛
- قدرة الصكوك الاسلامية على تغطية العجز المالي ؛
- الفرق الشاسع في تكاليف التمويل بين ما يتم الحصول عليه من اصدارات الصكوك و بين تكلفة عمليات الاقراض ، حيث يسمح اصدار الصكوك بتوفير تمويل أكبر ؛
- الاستمرار في تنقية و تطهير الصكوك بما يتعارض مع أحكام الشريعة الاسلامية من خلال وضع تشريعات تتكفل بتنظيمها هذا الامر سمح بتعزيز الثقة بها؛
- تسمح لمصدر الصكوك من الحصول على التمويل اللازم دون اللجوء الى النظام المصرفي ، الامر الذي وسع من حيز التعامل بالصكوك الاسلامية؛
- انخفاض المخاطر المتعلقة بالصكوك مقارنة بالأسهم و السندات، اذ يعرف أن سعر تداولها قليل التغير ،و يمكن لحاملها الحصول على السيولة من خلال بيعها في سوق التداول في أي وقت دون خسارة؛)القري م .ع(03 .p ,2009 ,.
- إيرادات الصكوك قابلة للتوقع مقارنة كذلك بالأسهم ، من خلال الدخل الدوري الذي يتحصل عليه حملة الصكوك يكون مصدره أصل او استثمار يقوم بتوليد تدفقات نقدية ثابتة مثل الايجارات الدورية في الصكوك التي تكون اساسا أولا مؤجرة ، و باقي الانواع من الصكوك الاخرى التي يكون لها دخلا دوريا هذا ما يوفر مصادرا تحقق لحملتها استقرارا نسبيا في العائد ما يجعله قابلا للتوقع ؛
- استقرار العوائد الصافية للصكوك ، إضافة الى تمتعها بدرجة كبيرة من الثقة و الضمان خاصة تلك التي يتم اصدارها من طرف الحكومات (الصكوك السيادية) . (حماد ن.، 2007، صفحة 315)

2.8.2.2. تحديات انتشار الصكوك:

على الرغم ما تشهده الصكوك الاسلامية من انتشار واسع بفضل المميزات التي ساهمت في انتشارها، وقد سبق لنا الاشارة اليها ، إلا أن هناك مجموعة من التحديات تعيق توسعها أكثر ، نذكرها فيما يلي (أبوبكر، 2009، صفحة 30):

- **نقص الشفافية في بعض الاصدارات:** الامر الذي استوجب من مؤسسة الاصدار الحصول على التصنيف الائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني و ذلك بهدف تقليل المخاطر و تخفيض مخاوف الاكتتاب.
- **عدم توفر مناخ تشريعي ملائم** : الذي من شأنه تنظيم عملية الاصدار و يوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي يمكن ان تظهر من وقت لآخر لبعض الصكوك.
- **عدم وجود سوق ثانوي:** هذا ما يجعل تداول الصكوك بين مجموعة محدودة ،و هذا راجع لمجموعة من الاساليب التي تؤدي الى عدم وجود سوق ثانوي منها : قلة عدد الصكوك المطروحة، بالإضافة الى رغبة المكتتبين بالاحتفاظ بالصكوك لما تدره من عائد ، وعدم وجود بديل لها في السوق وعدم وجود السماسرة وصناع السوق.
- **افتقار الصكوك الاسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة** :مثل مؤسسات تقيم الاصدار و مراقبة أدائها و أنظمة التداول و التسوية .

9.2.2. أنواع الصكوك الاسلامية

تتميز الصكوك الاسلامية بالعديد من الأنواع ، حيث يعود هذا التنوع تبعا لاختلاف هيكل الاصدار او إلى طبيعة صيغة العقد لهاته الصكوك ، اضافة الى تعدد الصكوك بحسب جهة الاصدار ، و كذا وجود أنواع أخرى مبتكرة من الصكوك، إضافة الى الصكوك بحسب اسنادها إلى أصول.

1.9.2.2 . الصكوك بحسب هيكل الاصدار :

إن تنوع هيكل الاصدار يشير الى الطرق المختلفة التي من خلالها يتم تصميم و ترتيب اصدارات الصكوك من حيث المتطلبات الشرعية و القانونية ، و يكون ذلك بحسب حاجة المصدر، و من بين أهم تلك الهياكل (القري م.، 2019، الصفحات 59-62):

-الصكوك القابلة للتحول : "هي الصكوك التي تعطي الحق لحاملها الى تحويلها الى اسهم جديدة في الشركة المصدرة ، يكون ذلك من خلال الاتفاق في نشرة الاصدار على تاريخ معين أو عند وقوع يتم الاشارة اليه من المصدر ، او عند نهاية مدة الصكوك ، مع ضرورة الاشارة الى تحول هاته الصكوك يقتصر صكوك الشركة دون صكوك الحكومات" .

كما يجب الاشارة الى ان كلمة تحول الصكوك ليس المقصود منها انها ستصبح أسهما ليس الامر كذلك ، بل هي تشير الى أن مصدر الصك يعد حامليها بأن يبيع عليهم أسهم الشركة المصدرة بثمن متفق عليه في نشرة الاصدار ، فهي تتضمن الوعد الملزم ببيع الاسهم التي تصدر من قبل الشركة المصدرة لتلك الصكوك، اذا كان هناك الخيار لحملة الصكوك ، أو الوعد الملزم بالشراء يصدر من حملة الصكوك اذا كان خيار التحويل من مصدر الصك .

– **الصكوك المؤبدة** : هذا النوع من الصكوك ليس له آجال محددة ،و يستمر مصدرها بدفع المستحقات التي عليه من دون تحديد تاريخ الانتهاء مالم يتم اتخاذ اجراءات معينة لوقفها و اطفائها ، و هي تشبه كثيرا الاسهم العادية ، كما تسمح المعايير المحاسبية باعتبار الصكوك المؤبدة جزءا من رأس مال اصدارات البنوك ، كما يجيز معيار بازل الثالث (BAZEL I I I) جعل الصكوك المؤبدة من رأس المال بتوفر مجموعة من الشروط من بينها ان لا تكون مضمونة من طرف المصدر و غيرها .من مثل هذا النوع من الصكوك قيام مصرف أبوظبي الاسلامي بإصدار سنة 2013 صكوك مؤبدة بقيمة 15,5 بليون دولار .

– **صكوك الكربون الصفري** : هي اداة مالية مستحدثة يعود ظهوره الى الولايات المتحدة الامريكية ، يكون الهدف منها هو دعم المشاريع البيئية التي تسعى الى تقليل انبعاثات الكربون ، كما يطلق اسم السندات ذات الكربون الصفري التي جرى تطويرها لغرض تفادي الضرائب المفروضة علة المدفوعات الدورية .

– **الصكوك الخضراء** : تعد الصكوك الخضراء من آليات التمويل الاخضر المتوافقة مع الشريعة بحيث تعرف منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية التمويل الاخضر بأنه تمويل يستهدف الى تحقيق النمو الاقتصادي مع الحد من التلوث و انبعاثات غازات الاحتباس الحراري و تقليل النفايات الى الحد الادنى وتحسين كفاءة استخدام الموارد الطبيعية ،وهناك توافق قوي بين الصكوك و تمويل المشاريع الخضراء بحيث يعتمد كلاهما على مبادئ الاستثمار و التمويل الاخلاقي. (sara, 2021, p. 522)

2.9.2.2 الصكوك بحسب طبيعة صيغة العقد

يمكن تصنيف نوع الصك بناء على أساس طبيعة العقد الذي يبرم بين مصدر الصكوك و المكتتبين ،و يعود هذا الاختلاف الى نوع الموجودات التي تمثلها ، و قد ميزت هيئة المراجعة و المحاسبة للمؤسسات المالية الاسلامية أكثر من أربعة عشرة نوعا مختلفا من الصكوك ، تندرج في كل من صكوك الاجارة و صكوك التمويل ، صكوك الاستثمار، صكوك المشاركة في الانتاج ،صكوك الصناديق الاستثمارية بالتالي يمكن حصر اهم هذه الصكوك فيما يلي :

1.2.9.2.2 صكوك الاجارة:

مفهومها : "هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة ، تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا ،يصدرها مالك عين مؤجرة او عين موعود باستئجارها او موصوفة في الذمة ، يكون الهدف من هذا النوع من الصكوك هو استخدام حصيلتها في شراء عين مؤجرة أو موعود باستئجارها ، أو شراء عين حاضرة أو موصوفة في الذمة". (العنزي س.، 2010، صفحة 110)

أنواع صكوك الاجارة : التي يمكن تصنيفها كذلك الى ثلاث أنواع رئيسية (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 468)

- **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة**
- **صكوك ملكية المنافع**
- **صكوك ملكية الخدمات**

✓ **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** "هي عبارة عن وثائق مالية متساوية القيمة يقوم بإصدارها مالك لعين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها ، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك ، بغرض بيعها و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها ، و تصبح العين مملوكة للمكتتبين في هذه الصكوك" .

كما يمكن ان هذا النوع يأخذ بدوره صورتان :

- **الصورة الاولى:** ان يكون المصدر لهذه الصكوك سواء كان شخصا طبيعيا او معنويا يمتلك العين المؤجرة او الموعود باستئجارها ، و يرغب ببيع تلك الصكوك ، فيقوم بتقدير ثمنها من خلال الاستعانة بأهل الخبرة ، و جعل قيمة ذلك الثمن صكوكا متساوية القيمة يتم طرحها للاكتتاب .
- **الصورة الثانية:** أن لا تكون العين الذي يهدف المصدر لاستئجارها موجودة أصلا عند التعاقد ، و انما يطرح المشروع للاكتتاب فيه و استخدام حصيلته في شراء او انشاء عقار او مصنع و من ثم تأجيره (أشرف، 2009، صفحة 30).

✓ **صكوك ملكية المنافع:**

تنقسم بدورها الى أنواع:

❖ **صكوك ملكية منافع أعيان موجودة:** "هي وثائق مالية متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها، و استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب و تصبك تلك المنفعة مملوكة لحملة الصكوك". (أبوبكر، 2009، صفحة 09)

يأخذا هذا النوع بدوره صورتان (أشرف، 2009، الصفحات 31-32) :

- **الصورة الاولى** : قيام مالك لعين موجودة مستأجرة فعلا ، سواء كان عقار أو مصنعا ..، بإصدار صكوك لاستثمار بنفسه او عن طريق وسيط مالي ، و يهدف الى الاستفادة من حصيلة الاكتتاب و استيفاء منافعها لمدة معينة ، و تكون منافع تلك العين الموجودة مملوكة لحملة الصكوك خلال فترة زمنية معينة .
- **الصورة الثانية** : قيام مالك لعين موجودة التي لم تستأجر بعد (موعود بتأجيرها) ، بإصدار صكوك استثمار بنفسه او عن طريق وسيط مالي ، بهدف إجارة منافعها واستيفاء أجرتها لمدة معينة من حصيلة الاكتتاب فيها ، و تصبح بذلك حقوق المنفعة مملوكة لحملة الصكوك خلال تلك الفترة الزمنية .

❖ **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** "هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بهدف إجارة أعيان موصوفة في الذمة و استيفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب فيها ، و تصبح من خلالها منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك" (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، الصفحات 468-469).

✓ **صكوك ملكية الخدمات :**

تنقسم هي الاخرى الى:

- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين :**"هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) و استيفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك"
- **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة :**"هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها)، و استيفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب فيها ، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك "

أهم مميزات صكوك الاجارة :

- تستخدم في تمويل العديد من المشاريع ؛
- تتميز بالأجل المتوسط و الطويل ؛
- امكانية تملك المشروع عند اطفاء الصك ؛ (الكوشلي، 2016، صفحة 45)
- تمثل ملكية أصل حقيقي مدر للعائد، و لذلك هي أكثر قابلية للتداول،
- هيكل اصدارها يتسم بالبساطة و الوضوح و اكثر مرونة و توافقية مع المعايير المحاسبية و قواعد التصكيك؛
- تتسم بالمرونة العالية بحث تجعل التوزيع الدوري ثابتا أو مربوطا بمؤشر (ربط الاجرة بذلك المؤشر)؛
- انخفاض معدل المخاطرة ،لان حقوق حملة الصكوك ليست مربوطة بذمة المصدر بل لارتباطها بالأصل المؤجرة لأنه مملوك لمكتتبين في هذه الصكوك. (القري م.، 2019، الصفحات 68-70)

عيوب صكوك الاجارة :

- يترتب على حملة هذه الصكوك للأصل المؤجر مسؤوليات مثل الصيانة الاساسية التي قد تكون من المخاطر المؤثرة عليها؛
- تتميز بالكلفة العالية في الاصدار بحيث تتضمن نقلا رسميا للملكية الى حملة الصكوك ، و ما تخلفه من رسوم ضريبية مؤثرة ؛
- هيكل هذا النوع من الصكوك لا يصبح قابلا للتطبيق الا اذا رافقه وجود تعهد بالبيع و آخر بالشراء، و ما يخلفه من اشكالات فقهية عند بعض الفقهاء المعاصرين من ناحية قولهم: "ان المواعدة عقد بيع مضاف الى المستقبل و هو ممنوع"

- يوجد بعض الضوابط المتعلقة بجواز التأجير لا تتحقق دائما ، حيث يكون محل عقد الاجارة المنافع، لذلك يقتضي ان يؤجر الا ما كان له منافع ، فمثلا اذا قام وكيل حملة الصكوك بشراء أرض لا نفع فيها ثم تأجيرها على المصدر لمدة خمس سنوات ليجري بيعها عليه في نهايتها كما كانت ، فلا يجوز قول أن التوزيعات الدورية (الايجارات) كانت مقابل منافع، اذا لا منافع في هذه الارض ، لذلك هي تشبه عملية القرض بزيادة .

2.2.9.2.2 صكوك التمويل الاسلامية

تشمل كل من صكوك السلم و صكوك الاستصناع و صكوك المرابحة .

- **صكوك السلم** :

مفهومها :"هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها ، لتحصيل رأس مال السلم ، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك." (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 469)

فالسلم هو " أخذ عاجل بآجل". أو " عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض بمجلس العقد" (عوجان، 2015، صفحة 40)

بالتالي فصكوك السلم هي :" صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة في مقابل ثمن معجل ، يدفع عند التعاقد أو بعده بثلاث أيام على الأكثر، و المكتتبين في الصكوك مشترون لها بهدف الحصول على الربح الناتج من إعادة بيعها بعد قبضها أو بيعها في سلم مواز.

تعبر السلعة المؤجلة التسليم في صكوك السلم من الديون العينية و موصوفة تثبت في الذمة ، و المبيع لايزال في ذمة البائع ، بالتالي فهي صكوك غير قابلة للبيع أو التداول لأن تدخل من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق . (أشرف، 2009، صفحة 34)

أهم مميزات صكوك السلم:

- أداة مالية جيدة لتشغيل المدخرات في الاستثمارات قصيرة الأجل؛
- وسيلة جيدة لسد العجز الموازنة قصير الأجل؛
- يعتبر صك السلم من الادوات المالية القصيرة الاجل مثل اذونات الخزينة؛ (الكوشلي، 2016، صفحة 51)
- توفير التمويل اللازم للمنتجين و المستثمرين حسب الاحكام الرعية. (حمزة و وفاء، 2018، صفحة 142)

عيوب صكوك السلم :

- المخاطرة السوقية العالية في عقد السلم، بسبب الصعوبة في توقع الأسعار في المستقبل؛

- يرى جمهور الفقهاء بعدم جواز بيع بضاعة السلم قبل القبض ، هذا ما يدل على عدم جواز صكوك السلم. (القري م.، 2019، صفحة 85)

- **صكوك الاستصناع :**

مفهومها :"هي وثائق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك " (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 469)، و صكوك الاستصناع تشبه صكوك السلم، الا انه يجوز تأجل ثمنها ، و المبيع لايزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للتداول أو البيع في حال اصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظة بها حتى لحاق تاريخ استحقاقها (أشرف، 2009، صفحة 32).

مميزات صكوك الاستصناع:

- صيغة تمويلية مناسبة من خلال توجيه حصيلة الاكتتاب لتمويل مشروعات " تصنيع سلعة او منشأة تكون موصوفة في الذمة"؛ (سفيان و بن حدو فؤاد، صكوك الاستصناع الاسلامية و إستشراف تطبيقها من طرف المؤسسة الوطنية للترقية العقارية، 2024، صفحة 499)
- تسمح هذه الصكوك بالاستغلال الامثل للموارد و القدرات التكنولوجية. (الكوشلي، 2016، صفحة 48)
- توفر هاته الصكوك تمويل متوسط الاجل .

عيوب صكوك الاستصناع :

- تواجه صكوك الاستصناع مشكل قابلية التداول ، بحيث لا يجوز تداول هذه الصكوك إلا اذا تحول هذه النقود الى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أم اذا تم دفع حصيلة الصكوك في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون
- محدودية انتشار هذا النوع من الصكوك لصعوبة قابليتها للتداول . (القري م.، 2019، صفحة 87)

- **صكوك المرابحة :**

مفهومها: " هي عبارة عن وثائق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة ، و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك" (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 469)،فالمرابحة تشير الى بيع أصل معين بسعر تكلفته زائد ربح معلوم ، و تعتبر من بيوع الامانة التي يشترط فيها أن يعلم البائع المشتري بسعر التكلفة ، و بالربح المحدد إما بالقيمة او النسبة .

مميزات صكوك المرابحة :

- تسمح بتحقيق عوائد جيدة للمستثمرين؛
- اشباع متطلبات الافراد من السلع و غيرها؛
- تحفيز الصناعة الوطنية و باقي القطاعات، اضافة الى تنشيط التجارة الداخلية ؛
- امكانية تحديد نسبة الربح عند التعاقد ؛
- محدودية المخاطر بالنسبة للمستثمرين؛ (الكوشلي، 2016، صفحة 62)
- امكانية تصنيفها ائتمانيا لكونها دين ثابت في ذمة مصدر الصك؛
- ثبات العائد طول مدة الصك. (القري م.، 2019، صفحة 66)

عيوب صكوك المرابحة :

- عدم جواز تداول صكوك المرابحة ، و السبب في المنع أن الأصول في هذا النوع انما هي دين في ذمة المصدر، فلا يجوز بيع الدين .

3.2.9.2.2 صكوك الاستثمار

تشمل كل من صكوك المضاربة و صكوك المشاركة و صكوك وكالة الاستثمار.

- **صكوك المضاربة :**

مفهومها :"هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تطوير مشروع قائم ، أو تمويل نشاط معين ، و يصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم ، و تدار الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها"

ولصكوك المضاربة العديد من التصنيفات نذكر منها:

- **صكوك مضاربة مقيدة** : في هذه الحالة تقيد جهة الاصدار على الاستثمار في مشروع معين و لا يجوز مخالفة ذلك القيد.
- **صكوك مضاربة مطلقة** : في هذه الحالة يسمح للجهة المصدرة في اختيار المشروع المناسب بدون أي قيد .
- **صكوك المضاربة المستردة بالتدرج** : تقوم الجهة المصدرة باسترداد ملكية المشروع ، بعد استرجاع حملة الصكوك لأجزاء من راس مالهم كل مرة اضافة الى توزيع الارباح عليهم حتى يستهلك كامل رأس مالهم.
- **صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع** :يمكن لحملة الصكوك أن يسترد القيمة الاسمية للصكوك في نهاية المشروع مع الاخذ بعين الاعتبار للأرباح و الخسائر ان وجدت مع امكانية توزيع الارباح بصفة دورية .

- **صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع** : يمكن في هذا النوع ان يتم تمليك المشروع لحملة الصكوك ،بعد اطفاء تلك الصكوك عند انتهاء المشروع.
- **صكوك المضاربة القابلة للتحول** : يمكن طرح صكوك المضاربة بخاصية التحول في زمن معين الى صكوك مضاربة أخرى او مجال موضوع الضاربة . (أشرف، 2009، الصفحات 39-42)

مميزات صكوك المضاربة :

- اشتراك رأس المال و الادارة هو تجسيد للمضاربة الطبيعية الاصلية للاقتصاد الاسلامي ، بحيث يتقاسم المضارب و رب المال في الغنم و الغرم؛
- مصدرا مرنا في التمويل ، تسمح للشركات في تمويل نشاطاتها العامة؛
- يمكن ان يكون لصكوك المضاربة تاريخ انتهاء واحد كما يمكن ان يكون لها عدة تواريخ تسمح لها بالدخول في مضاربة جديدة؛
- آلية عادلة لتوزيع الثروة و فرص لتحقيق الدخل وتوزيع الثروة مع تكافؤ الفرص من خلال اشراك أصحاب المال مع المضاربين.

عيوب صكوك المضاربة :

ارتفاع درجة المخاطرة مقارنة بالأنواع الاخرى من الصكوك. (القري م.، 2019، صفحة 81)

- **صكوك المشاركة**

مفهومها: "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تطوير مشروع قام ، أو تمويل نشاط ، و يصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم ، و تدار الصكوك على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها " (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 470)

تشبه كثيرا صكوك المشاركة صكوك المضاربة، و يبقى الاختلاف الوحيد في النقاط التالية:

- في صكوك المضاربة يكون المصدر هو صاحب العمل في حين صكوك المشاركة يصبح المصدر نفسه مساهما في العمل و بحصة نقدية أو عينية ؛
- يكون لحملة الصكوك في صكوك المشاركة الحق في ادارة المشروع بينما صاحب الصك ليس له الحق في ذلك في صك المضاربة ، ففي المضاربة تمنح للمضارب الحرية في القيام بعمله دون تدخل أرباب المال (حملة الصكوك).

تأخذ صكوك المشاركة عدة صور نذكر منها:

- الاسهم بجميع أنواعها المباحة شرعا؛
- صكوك المشاركة في مشروع معين و الادارة لمصدرها؛
- صكوك المشاركة في مشروع معين و الادارة تكون لجهة أخرى؛
- صكوك مشاركة دائمة؛
- صكوك مشاركة مؤقتة. (أشرف، 2009، الصفحات 38-39)

مميزات صكوك المشاركة :

- وسيلة مضمونة السداد تسمح باستخدامها لتسوية المعاملات المالية؛
- تتميز بارتفاع معدل الربحية وتوزيع المخاطر؛
- قابلية التداول بشرط تملك الاصل. (الكوشلي، 2016، صفحة 50)

عيوب صكوك المشاركة :

- يمكن حدوث خيانة أحد الأطراف و عدم الالتزام بشروط العقد؛
- تعرض الاصول الاستثمارية للتلف؛
- تجاوز المدة الاجمالية للتمويل دون اتمام الصفقة؛ (سمير و رزيق كمال، 2017، صفحة 67)

- **صكوك وكالة الاستثمار**

مفهومها: "هي وثائق مالية متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في انشاء مشروع معين ،أو تطوير مشروع قائم ،أو تمويل نشاط، و يصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم ،وتدار الصكوك على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها" (أشرف، 2009، صفحة 45)

مميزات صكوك الوكالة :

- يسمح هذا النوع من الصكوك للمكتتبين أن يكون لهم مركز أقوى مقارنة بالصيغ الأخرى ، لأن المصدر في هذه الحالة ما هو الا وكيل يقوم على تنفيذ طلبات الموكل(حملة الصكوك) ، كما يمكن ضبط عمل الوكيل بحزمة من الشروط التي تسمح بتقليل المخاطر المحتملة ؛
- تسمح بتفادي الرسوم عند تسجيل انتقال ملكية شراء الأصول .

عيوب صكوك الوكالة :

- تخلو صكوك الوكالة من الشركة ذات الغرض الخاص المعتادة في باقي الانواع الاخرى من الصكوك، لأن الاصول تكون بيد وكيل مباشرة بدون اي وساطة ،و هو بحد ذاته مخاطرة لحملة الصكوك. (القري م.، 2019، الصفحات 73-74)

4.2.9.2.2 صكوك المشاركة في الانتاج :

تضم كل الصكوك التي تدخل في المشاركة بمشروع انتاجي نذكر منها صكوك المزارعة و الغارسة و المساقاة.

- **صكوك المزارعة :**

مفهومها: "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد" (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 470)

مميزات صكوك المزارعة :

- المكتتبون في هذا النوع من الصكوك هم نفسهم المزارعون (يمكن توكيل غيرهم الذين لهم الخبرة في الزراعة سواء كان فردا او شركة)
- يمكن ان يكون المصدر هو عامل المزارعة و المكتتبون أصحاب الأرض (المستثمرون الذين تم شراء الارض بحصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك)
- اختلاف في مشروعية هذا الصك بين الفقهاء. (الكوشلي، 2016، الصفحات 52-53)

- **صكوك المغارسة :**

مفهومها :"هي وثائق متساوية القيمة ينم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال و نفقات على أساس عقد المغارسة ، و يصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس" (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 471)

مميزات اصدار صكوك المغارسة :

- يكون مصدر الصك هو مالك الأرض الصالحة لغرس الأشجار الذي يرغب في تمويل عملية التشجير، و المكتتبون في الصكوك هم المغارسين بأموالهم و يستحقون حصة من الثمار حسب ما حددته نشرة الاصدار، و حصيلة الاكتتاب في الصكوك عي تكاليف غرس الأشجار؛

- يمكن أن يكون المصدر لصكوك المغارسة هو المغارس نفسه(صاحب العمل)، و المكتتبون هم أصحاب العمل (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة إكتتابهم) و يستحق حملة الصكوك بذلك الحصة المتفق عليها في نشرة الاصدار. (العنزي س.، 2010، صفحة 182)

- **صكوك المساقاة:**

مفهومها :"هي وثائق متساوية القيمة تصدر لإستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة ،و رعايتها على أساس عقد المساقاة ، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمار وفق ما حددته نشرة الاصدار" (أبوبكر، 2009، صفحة 12)

مميزات اصدار صكوك المساقاة :

- مصدر هذه الصكوك هو صاحب الارض (سواء كان مالكها أو مالك لمنافعها)التي فيها الشجر المثمر، التي يرغب في تمويل رعاية الاشجار من : (سقي ،والتسميد و المعالجة من الآفات الزراعية) و المكتتبون هم المساقون الذين يتولون رعاية الاشجار سواء كان ذلك بأنفسهم او عن طريق غيرهم، و حصيلة الاكتتاب تمثل تكاليف العناية بالأشجار؛
- يمكن ان يكون مصدر الصكوك هو المساقي نفسه (صاحب العمل) و المكتتبون أصحاب الأرض(المستثمرون الذين سقية الأرض بحصيلة اكتتابهم). (العنزي س.، 2010، صفحة 189)

مخاطر صكوك مشاركة في الانتاج (المزارعة –المغارسة– المساقاة):

- الكوارث الطبيعية (الجفاف ،الفيضانات ، الحرائق..)،هي أبرز المخاطر التي من الممكن أن تهدد المشاريع الممولة بهذه الصكوك؛
- تقلبات الاسعار ،من خلال زيادة عرض الثمار او المحاصيل الذي من شأنه ان يساهم في انخفاض الصكوك التي تمثلها . (سمير و رزيق كمال، 2017، صفحة 67)

5.2.9.2.2 أنواع أخرى من الصكوك

- **صكوك الصناديق الاستثمارية:**

يتعلق اصدار هذا النوع من الصكوك من طرف صندوق أو محفظة استثمارية لتمويل مشاريع و انشطة متنوعة متوافقة مع الضوابط الشرعية ، و تكون شخصا اعتباريا و تتمتع بالاستقلالية المالية عن منشئ الصكوك بحيث تتكون من (أعيان و منافع و ديون و نقود و حقوق مالية ، و أن لا تقل الاعيان و المنافع فيها على 10%)، كما يمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة . (قندوز، 2022، صفحة 70)

- **الصكوك الهجينة :**

مفهومها :"هي أداة مالية مبتكرة تجمع في هيكلها أكثر من نوع واحد في صيغتها التمويلية الاسلامية مثل الجمع بين صيغتي الاجارة و المضاربة ،والمرابحة مع الاستصناع و غيرها" . (بلخير، صكوك الاستصناع وتطبيقاتها المعاصرة (اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه)، 2018، صفحة 13)

خصائص الصكوك الهجينة:

- تعتمد على أكثر من صك في نفس الاصدار ؛
- تستخدم في المشاريع المعقدة و الكبيرة التي لا تناسبها صيغة تمويلية واحدة.

- **صكوك القرض الحسن :**

مفهومها :"هي وثائق متساوية القيمة محددة المدة عادة ما تكون قصيرة الأجل ، يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في تمويل حاجات عامة و إنفاقها على أوجه الخير و لا يكون الغرض من اصدارها تحقيق عائد و انما لتحقيق أغراض اجتماعية و انسانية و تكافلية ،ويملك حامل صك القرض الحسن حصة شائعة في دين ، يضمن مصدره قيمته عند انتهاء أجله". (زيد، 2012، صفحة 90)

بالإضافة الى العديد من الصكوك المبتكرة حديثا مثل الصكوك الذكية التي سيتم التطرق لها لاحقا، و أنواع أخرى من الصكوك.

3.9.2.2 . الصكوك بحسب جهة الاصدار

نجد من بين أهم الجهات المصدرة للصكوك بشكل عام الحكومات "السيادية"، الشركات ، المنظمات الدولية ،الأوقاف .إلخ (القري م.، 2019، صفحة 91)

1.3.9.2.2 الصكوك السيادية : هي عبارة عن وثائق مالية متساوية القيمة تقوم بإصدارها مؤسسات حكومية أو شبه حكومية تثبت حق الملكية لحاملها في أصول الدولة ، بغية استخدام السيولة المحصلة منها في توفير السلع و الخدمات العامة ، كما تستخدمها الدولة كوسيلة لتعبئة المدخرات و العمل على تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات طبقا لبرنامج التنمية . (احمد و حسن، 2022، صفحة 895)

2.3.9.2.2 صكوك الشركات : يستحوذ هذا النوع من الصكوك على غالبية اصدارات الصكوك حول العالم ، يكون الغرض من طرح هذا النوع من الصكوك التي تصدرها شركات المساهمة العامة هو تحقيق اكبر عائد من الارباح في نشاطاتها التي هي بحاجة الى التمويل ، يكون اصدار الصكوك بديلا عن اصدار السندات و الاسهم أو حي الاقتراض من البنوك.

3.3.9.2.2 صكوك المنظمات الدولية : لا يقتصر اصدار الصكوك على الحكومات و الشركات في البلدان الاسلامية فقط، بل يمتد الى المنظمات الدولية مثل صندوق النقد الدولي و باقي مؤسسات التمويل الدولية مثل ما قامت به منظمة دولية ملحقة بالبنك الدولي ، مجال اختصاصها تطعيم الاطفال ضد الامراض المعدية و مساعدة الدول الفقيرة على تحسين مستوى الرعاية الصحية لديه .أصدرت هذه المنظمة سنة 2014 صكوكا بقيمة 500 مليون دولار امريكي لتكون بذلك أكبر عملية طرح للصكوك لمنظمة دولية ، اشتهر هذا الصك باسم (Vaccination Sukuk)،و تم اعتباره اصدارا ناجحا .

4.3.9.2.2 صكوك البنوك :تسمح اصدارات الصكوك للبنوك بتحقيق العديد من المزايا الكبيرة ، و يمكنها ذلك من التوافق مع متطلبات بازل III، الذي يسعى الى حماية البنوك من الصدمات المالية و تفادي الازمات كتلك التي وقعت عام 2008 ، الذي اضطر الحكومات الى التدخل و حماية القطاع المصرفي من الانهيار ، فدفعت الحاجة الى تقوية رأس مال البنوك لتحقيق هدفين رئيسين و هما :

- **الاولى** : حتى تكون قادرة على مواجهة الازمات و تحمل الصدمات المالية .
- **الثانية** : لكي لا تسمح بالتدخل الحكومي من خلال فرض و املاء سياسات .

اقتضى هذا الامر حاجة البنوك الى رفع راس مالها من خلال اصدار الاسهم الذي لم يلق رضا الملاك لما يكتنفه من اشكالات كالسيطرة على ادارة البنك ، فاتجهت البنوك الغربية لإصدار ما يسمى بسندات كوكو (Coco bonds) ، و هو اختصار لاسم هذه الصكوك (Contingent Convertible Capital).

أطلق على هذه الصكوك بصكوك المضاربة سمحت للمصدر بخلط حصيلتها بأمواله و إضافتها الى رأس مال البنك ، لكن طرحت العديد من الاشكالات خاصة من الناحية الشرعية عند اصدارها و طريقة معالجتها . و من الامثلة العديدة لصكوك البنوك (صكوك البنك السعودي البريطاني "ساب").

5.3.9.2.2 صكوك الوقف : "هو مصطلح مستحدث ظهر في العصر الحديث ، كأداة من ادوات الهندسة المالية الاسلامية حيث أقره مجمع الفقه الاسلامي الدولي لسنة 2009 بشأن وقف الاسهم و السندات ، و هذا بهدف استثمار حصيلة الصكوك في المشاريع الوقفية" .

"فهي عبارة عن أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال الى حصص متساوية القيمة ، و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال موقوف وقفا مؤقتا ، يراد تشغيله في مشاريع ذات جدوى و تنمية اقتصادية على ان يكون التداول بالقيمة الاسمية" . (علامة و مريم قايد، الصكوك الوقفية و أهمية ادماجها في الاقتصاد الجزائري مع الاشارة الى التجربة النيوزيلاندية، 2022، صفحة 284)

4.9.2.2 . الصكوك بحسب اسنادها إلى أصول:

يمكن هيكلة الصكوك بطريقتين على نفس نمط الأدوات المالية التقليدية يكون ذلك على النحو التالي :

1.4.9.2.2 الصكوك المدعومة بأصول (Asset –backed –sukuk): تمنح هذه الصيغة للمستثمرين (حملة الصكوك) ملكية فعلية في أصل ملموس او مشروع قائم مع تحمل المستثمرين جزءا من المخاطر المرتبطة بتلك الملكية .

يرتكز هذا النموذج (Asset –backed -sukuk) على:

- قيام منشئ الأصول ببيع محل عملية التصكيك الى (SPV) في اطار عملية بيع حقيقية و تصدر على اساسها صكوك مدعومة بها؛
- لا يحق لمشتري الصكوك اللجوء الى المنشئ في حال انخفاض العوائد ؛
- يتحمل حملة الصكوك الخسائر الناتجة عن نقص في أصول الصكوك ؛

بالتالي فالصكوك المدعومة بأصول أقرب في طبيعتها الى حقوق الملكية منها الى الديون ، و ذلك لارتباطها المباشر بالملكية و المخاطر بدلا من مجرد أنه تتعلق بالإقراض فقط .

2.4.9.2.2 الصكوك المبنية على أصول (Asset– based Sukuk): وفق هذه الصيغة يقوم على اساسها المصدر بشراء الاصول موضوع التصكيك من المنشئ، ليقوم بعدها باستثمارها أو تأجيرها أو إدارتها نيابة عن حملة الصكوك ، من خلال استخدام حصيلة الصكوك ، غالبا ما يتخذ هذا الهيكل صورة عقد بيع يتبعه عقد ايجار للمنشئ ، يتضمن وعدا ملزما من المنشئ بإعادة شراء الاصول عند تاريخ الاستحقاق.

يرتكز هذا النموذج (Asset –based -sukuk) على:

- يحق لحملة الصكوك المطالبة بتنفيذ وعد الشراء الملزم من جانب المنشئ عند تاريخ الاستحقاق؛
- لا يحق لحملة الصكوك بحق الرجوع المباشر الى الاصول محل التصكيك، بالتالي فتلك الاصول لا تستخدم كضمان؛
- يكون لحملة الصكوك ملكية منفعة فقط و ليست ملكية عينية للأصول.

بالتالي في حال تعثر المصدر عن السداد يجد المستثمرين انفسهم غير قادرين على المطالبة بالأصول ،لأن هيكل هذا النوع يركز على الجدارة الائتمانية للمنشئ أكثر من تركيزه على مخاطر الاصول ، على الرغم ان أحكام الشريعة تنص على نقل ملكية الاصول الى حملة الصكوك.

3.4.9.2.2 الصكوك القائمة على أصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء (Asset– based Sukuk Pass–through): بناء على النموذج يقوم المصدر بموجب وعد ملزم بشراء الأصول و إعادة تأجيرها اليه، بموجب عقد بيع و اعادة تأجير و ما يترتب على ذلك قيام المصدر بإصدار صكوك مدعومة بتدفقات نقدية ناشئة من عقد الاجارة.

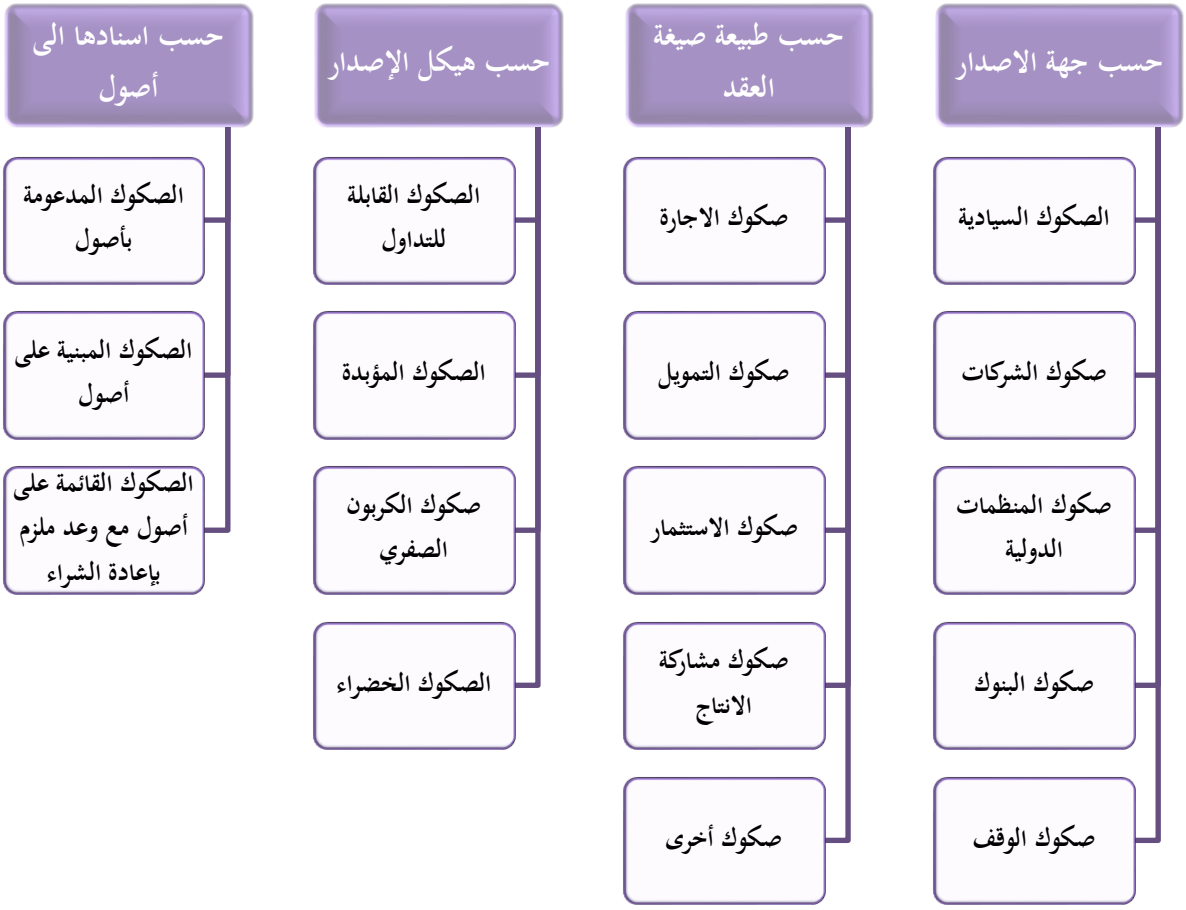
في هذا النموذج لا يتحمل حملة الصكوك المخاطر المرتبطة بالأصول ذاتها بقدر ما يتعرضون للمخاطر الائتمانية الخاصة بالمنشئ ، باعتباره المستأجر و الملتزم بإعادة شراء الأصول عند نهاية تاريخ الاستحقاق.

جدول رقم (2-5): مقارنة بين الصكوك المدعومة بأصول و الصكوك المبنية على أصول

	الصكوك المدعومة بأصول	**الصكوك المبنية على أصول**
الأصول	يكون بيع المنشئ للأصول محل التصكيك الى حملة الصكوك بيعا حقيقيا	يكون بيع المنشئ للأصول محل التصكيك الى حملة الصكوك بيع غير حقيقي
التدفقات النقدية	الأصول محل التصكيك هي مصدر العوائد ومنها تسترد قيمة الصك عند نهاية تاريخ الاستحقاق	الأصول محل التصكيك هي مصدر العوائد ،لكن يتولى المنشئ تعويض نقص عوائد الصكوك
استيفاء الحق	لا يحق لحامل الصك الرجوع الى المنشئ في حال التعثر أو الافلاس	يحق لحامل الصك الرجوع الى المنشئ في حال التعثر أو الافلاس
الجدارة الائتمانية	تعتمد الجارة الائتمانية للصكوك على جودة الأصول	تعتمد الجارة الائتمانية للصكوك على قوة المنشئ و متانته المالية
التعثر و الإفلاس	لا ينتقل خطر الافلاس او التعثر الى حملة الصكوك	يمكن ان ينتقل خطر الافلاس او التعثر الى حملة الصكوك
القيد المحاسبي	تعتبر الاصول المصككة بنود خارج ميزانية المنشئ	تعتبر الاصول المصككة ضمن ميزانية المنشئ

المصدر : من اعداد البحث بالاعتماد على (قندوز، 2022، الصفحات 74-75)

شكل رقم (2-1) : أنواع الصكوك



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق

10.2.2 الصكوك و التكنولوجيا المالية

1.10.2.2 مفاهيم عامة حول التكنولوجيا المالية

التكنولوجيا المالية او ما يعرف بـ "fintech" و هي اختصار لكمة "financial technology"تقوم على المزج بين المعرفة المالية و المهارات التكنولوجية من خلال تقديم الخدمات المالية بأنواعها المختلفة اضافة الى قيامها بتحسين مستويات الاداء المالي ،هذا ما أحدث ثورة كبيرة في مجال الخدمات المالية بصفة عامة بفضل استغلال التطور التكنولوجي سمح بسرعة أداء المعاملات المالية و جعلها أكثر مرونة و أقل تكلفة مثل تحويلات الاموال والعملات الرقمية و غير ذلك. (فاطمة و نمر، 2023، صفحة 114)

– **مفهوم التكنولوجيا المالية** :"هي عبارة عن ابتكارات مالية عن طريق استخدام التكنولوجيا التي تمكن من استحداث نماذج عمل و تطبيقات أو عمليات أو منتجات جديدة، التي من شأنها ترك أثر مادي ملموس على الأسواق والمؤسسات المالية من جهة ،و على تقديم الخدمات المالية من جهة أخرى".

– **مفهوم تكنولوجيا المالية الاسلامية** :" تعبر عن اندماج التطور التكنولوجي و التمويل الاسلامي ،اضافة الى التزام المنتج او الخدمة التي تكون ناتجة و مقدمة بفضل التطور التكنولوجيا بقواعد الشريعة الاسلامية ،من خلال تقديم خدمات و منتجات مالية من خلال قنوات رقمية مبتكرة بحيث تكون تلك الخدمات متوافقة لأحكام الشريعة الاسلامية تسمح بتحقيق العديد من الاهداف الاقتصادية و الاجتماعية و المالية و البيئية. و "Fintech" مقبول و جائز في الاسلام ما لم توجد دلائل تجعله يتعارض مع أحكام الشريعة أو وجود نص يحرم او يمنع ذلك. (الزعبي، 2024، صفحة 56)

– **خصائص التكنولوجيا المالية**

تتميز التكنولوجيا المالية بمجموعة من الخصائص نذكر أهمها (منير و موري، 2022، صفحة 283):

- **الوصول لكل المستخدمين**: تقوم الشركات الناشئة بتعزيز امكانياتها بصفة مستمرة عن طريق عقد شراكات، و كذلك سعيها للوصول الى كل الطبقات و الفئات ، اضافة الى اعادة منتجات تكون مخصصة لذوي المداخيل المحدودة؛
- **المرونة و القدرة على حمل التكاليف** :توفر الشركات الناشئة من خلال التكنولوجيا المالية خططا و عروضا مختلفة للدفع مقابل السلع و الخدمات؛
- **تصميم محور العميل** :تقوم الشركات التي تعتمد على التكنولوجيا المالية بالتركيز على طلبات المستخدمين ويكون ذلك عن طريق تصميم منتجات بسيطة و سهلة؛
- **السرعة** :تسمح التكنولوجيا المالية للشركات بالحركة السريعة في التحليلات و انجاز المعاملات مستفيدة من قاعدة البيانات الضخمة المخزنة و الخوارزميات؛

- **سياسة البيانات او الهواتف المحمولة:** تسمح هاته الخاصية بتحسين المنتجات المقدمة ،كما تتيح لأصحاب الأعمال التجارية اتخاذ القرارات المناسبة و استغلال أفضل الفرص.

2.10.2.2 أهمية التكنولوجيا المالية :

تتعدد أهمية التكنولوجيا المالية التي يمكن حصرها في الشكل التالي :

شكل رقم (2-2): أهمية التكنولوجيا المالية



المصدر: (fastercapital, 2025)

3.10.2.2 أهم الركائز التقنية التي تقوم عليها التكنولوجيا المالية :

تقوم التكنولوجيا المالية على مجموعة من التقنيات المتقدمة ساهمت في تطوير الخدمات و المنتجات المالية نذكر من بين أهم هذه التقنيات ما يلي:

1.3.10.2.2 تقنية سلسلة الكتل Blockchain:

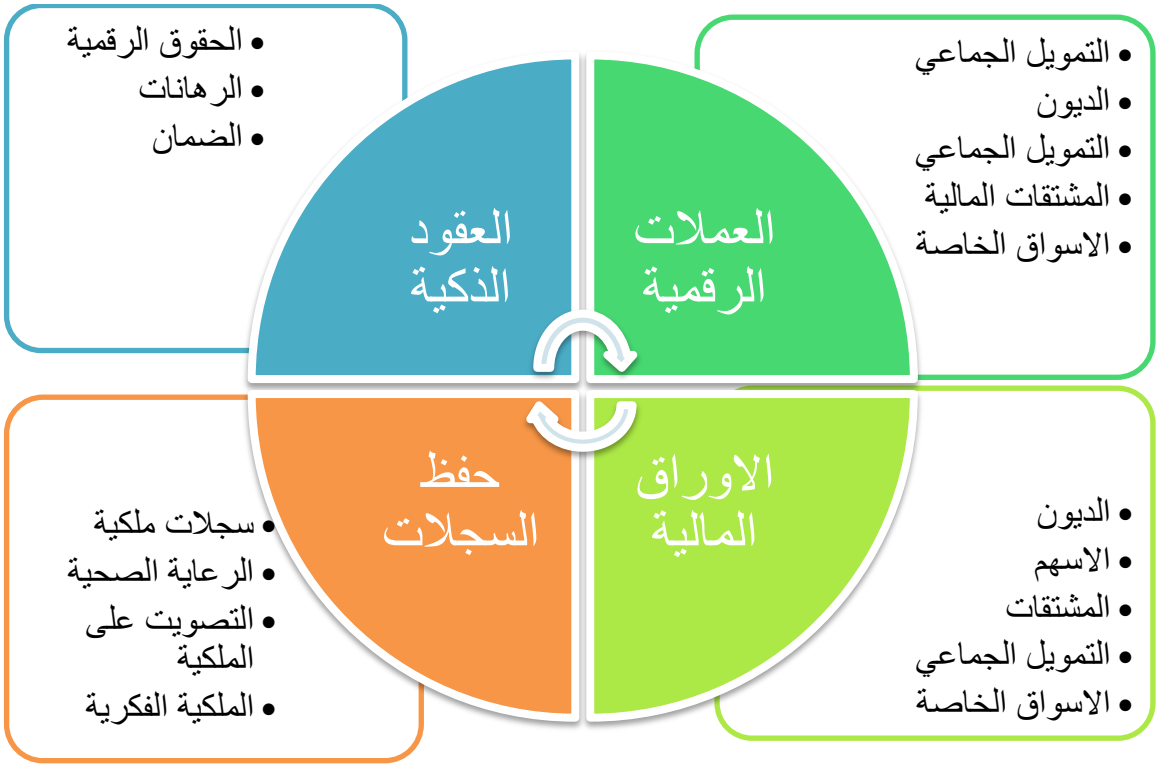
مفهومها: "هي عبارة عن تقنية لتخزين و نقل المعلومات تم تطويرها سنة 2008، هو عبارة عن سجل و قاعدة بيانات كبيرة توفر معايير عالية من الشفافية و الأمان ،حيث تسمح تقنية البلوك تشين لمستخدميها المتصلين بشبكة عبر العالم بدعم المعاملات" . (economie.gov.fr, 2025)

جاءت تسمية (Blockchain)من بنيتها، و هي تشير الى الكتلة(Block) و السلسلة (chain) ،و هي السجلات الفردية التي يتم ربطها لتشكيل السلسلة و البلوكشين هي تقنية ناشئة ، ما يسمح بتغيير الطريقة التي نحصل بها عن المعلومات التي يمكن لأي شخص لديه انترنت استخدامها في اي مكان و في أي زمان لوجودها في قاعدة بيانات عالمية على

الانترنت ، عكس ما هو الحال في قاعدة البيانات التقليدية ، فهي غير مملوكة لوكالة أو هيئة مركزية مثل الحكومات و البنوك ،ان اختراق او التلاعب بهذا النظام الذي يقوم على أحدث التقنيات التكنولوجية عن طريق القيام بتزوير المعاملات او المستندات او معلومات يصبح شبه مستحيل لاعتماده على تقنيات تتميز بالسرعة و الامان من بين هذه التقنيات الذي يعتمد عليها (Blockchain) من بينها التشفير و شبكتين نظير الى نظير و العقود الذكية و آليات الاجماع لإنشاء قاعدة بيانات جديدة مع تسجيله لجميع التفاصيل الخاصة بالمعاملة (التاريخ ، المشاركين ، جميع الامور القانونية و التعاقدية الاخرى).

يعتبر Blockchain من التكنولوجيات الاساسية التي تقوم عليها العملات المشفرة مثل (Bitcoin-Ethereum) لما توفرها هذه التقنية من أمان في التداول رقميا بفضل قدرتها على التحقق من سجلات المعاملات و تخزينها بسرعة . (Patel & Anubhaw Kumar Suman, 2021, pp. 3-4)

شكل رقم (2-3):تطبيقات بلوكشين



المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على (Patel & Anubhaw Kumar Suman, 2021)

2.3.10.2.2 الحوسبة السحابية Cloud Computing:

مفهومها:" هي تقنية تكنولوجيا تقوم على نقل و معالجة عند الطلب للوصول الى الخوادم المادية أو الافتراضية و تخزين البيانات ،وقدرات الشبكات و أدوات تطوير التطبيقات والبرامج ،اضافة الى منصات التحليلات المدعومة بالذكاء الاصطناعي عبر الانترنت مع تسعير الدفع مقابل الاستخدام ،حيث لا تشير كلمة "السحابة" الى شيء في السماء بل يعبر عن استخدام

الخدمات السحابية ،فإنك تصل الى خوادم بعيدة وأجهزة كمبيوتر قوية موجودة في مراكز بيانات كبيرة يكون ذلك عبر الانترنت، حيث تمنح الحوسبة السحابية العميل القدر الكبير" . (Susnjara, 2025)

3.3.10.2.2 تحليل البيانات الضخمة Big Data Analysis:

مفهومها :"تشير (Big Data Analysis) الى المعالجة و التحليل المنهجي لعدد كبير من البيانات الضخمة و المعقدة ، المعروفة باسم البيانات الضخمة ، حيث تسمح تحليلات البيانات الضخمة بالكشف عن الاتجاهات و الانماط في كيات كبيرة من البيانات الاولية و هذا بهدف مساعدة المحللين على اتخاذ القرار المناسب مستنيرين بتلك البيانات، كما تسمح للمؤسسات الاستفادة من تلك البيانات المتزايدة التي يتم انشاؤها من مصادر متنوعة مثل (اجهزة استشعار انترنت الاشياء، وسائل التواصل الاجتماعي، المعاملات المالية، والاجهزة الذكية ..)" (Mucci, 2024).

4.3.10.2.2 انترنت الاشياء (LOT)Internet of Things:

مفهومها :"تشير الى الاشياء المادية التي تحتوي على اجهزة استشعار تتواصل مع أجهزة الكمبيوتر ، تسمح انترنت الاشياء بجمع البيانات و مشاركتها اضافة الى امكانية مراقبة العالم المادي او التحكم فيها رقميا " (Mckinsey & Company, 2024)

5.3.10.2.2 الذكاء الاصطناعي Artificial Intelligence :

عرفت (وكالة ناسا) " الذكاء الاصطناعي يشير الى أنظمة الكمبيوتر التي بإمكانها أداء مهام معقدة يتم تنفيذها عادة عن طريق التفكير البشري و اتخاذ القرار و الابداع و ما الى ذلك ، على انه نظام اصطناعي يؤدي عدة مهام مختلفة دون اشراف بشري كبير عليها ، كما يمكنه التعلم و اكتساب الخبرة و تحسين الاداء عند تعرضه لمجموعة بيانات متعددة ، فهو نظام مصمم بعقلانية يتكون من وكيل برمجي ذكي او روبوت آلي مجسد لتحقيق الاهداف بالاعتماد على الادراك و التخطيط و التفكير و التعلم و اتخاذ القرار و التصرف.

4.10.2.2 دور التكنولوجيا المالية في تطور الصكوك:

سمح استخدام التكنولوجيا المالية في ابتكار و تطوير اصدارات الصكوك و تداولها بالتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية ، الأمر الذي يسمح بزيادة شفافيتها و كفاءتها و التقليل من التكاليف، و ما شجع هذا التطور هو الاعتماد على مجموعة من المنصات الالكترونية للقيام بعملية الاصدار و التداول مثل تطبيقات الذكاء الاصطناعي وغيرها ،مع ضرورة الامتثال الشرعي و العمل على مواجهة تحديات الامن السيبرياني و الفجوة الرقمية .كما شهدت الصكوك الاسلامية تطورات و تحولات رقمية بفضل التكنولوجيا المالية بعدما كان الصك ورقيا "تقليدي" ليتطور الى الصك الالكتروني، ثم الى الصك الرقمي وصولا الصك الذكي الذي يعتمد أساسا على تكنولوجيا متطورة جدا .

1.4.10.2.2 الصكوك الالكترونية:

مفهومها : "هي صكوك تقليدية في الأصل و يتم مسحها ضوئيا و يتم اصدارها و تداولها عبر منصات الكترونية بدلا من الوثائق الإلكترونية".

– خصائصها :

- النسخة الالكترونية للصك تعادل النسخة الورقية قانونيا؛
- توفر الأمان و سهلة الاستخدام في البيع و الشراء من الصكوك التقليدية ؛
- لا تعتمد على تقنيات متقدمة جدا ؛
- تسمح بالتقليل من مخاطر الفقدان و التلف.

– تحدياتها:

- غياب التفاعل و الثقة من طرف المستثمرين الذين اعتادوا على الصكوك الورقية التقليدية؛
- ضعف البنية التقنية التي تعتمد عليها مقارنة بالصكوك الذكية؛
- غياب الاطار التشريعي الذي يعترف بالصك الالكتروني.

2.4.10.2.2 الصكوك الرقمية :

– مفهومها :"هي صكوك يتم انشاؤها بالكامل بصيغة رقمية ، مع استخدام التشفير و المصادقة الرقمية و هذا بهدف ضمان الأمان و المصداقية".

– خصائصها :

- مستوى أعلى في الامان من الصكوك الالكترونية و الورقية ؛
- التحديث الألي للبيانات و تخزينها في منصات آمنة؛
- تمنح للمستثمر في الصك هوية رقمية .

– تحدياتها :

- ضرورة وجود بنية تقنية قوية لتسجيل البيانات الذي يمكن تعريضها للفقدان او التعطل؛
- عدم قدرتها على تنفيذ عمليات معقدة مثل ما تقوم به الصكوك الذكية؛
- التكييف القانوني و مدى التطابق الشرعي للصكوك الرقمية. (عدل قاف)

3.4.10.2.2 الصكوك الذكية Smart sukuk :

تعتبر الصكوك الذكية هي الاشمل و الاكثر تطورا، تعتمد على العقود الذكية بالاضافة الى تقنية البلوكشين ، تسمح بتسوية المعاملات بطريقة فورية و دون وسطاء، ساهمت التكنولوجيا المالية الاسلامية بشكل فعال في احداث نقلة نوعية في تطوير الصكوك و تحسين تنافسيتها من خلال استخدام البلوكشين كنوع من التطبيقات الحديثة في اصدار الصكوك الذكية الذي كان ناتجا عن التطور الحاصل في العقود الذكية ،وهي عبارة عن "العقد الذي يجمع بين طرفين أو أكثر يمكن برمجته الكترونيا، وتنفيذ بنوده بشكل تلقائي بمجرد تحقق أحداث معينة أو شروط محددة مسبقا" (موساوي، 2024، صفحة 177) ، إضافة الى ان التكنولوجيا المالية ساهمت بدورها في ظهور العملات الرقمية المشفرة :"التي تسمى كذلك بالعملات المشفرة او الافتراضية او الالكترونية .هي عبارة عن نقود لكن غير موجودة بأشكال فيزيائية و مادية بل انها افتراضية و تتواجد في العالم الافتراضي أو فضاء الانترنت " (بن حدو، 2023، صفحة 167)، أصبح من الضروري ايجاد اوراق مالية رقمية تعتمد على التقنيات الحديثة ، هذا ما أتاح الفرصة لإصدار الصكوك الذكية التي تعتمد على سلاسل الكتل ،كما تعتمد غالبا على العملة المشفرة المعروفة (الايثريوم) من خلال العقود الذكية. (موساوي، 2024، صفحة 180)

1.3.4.10.2.2 مفهوم الصكوك الذكية :

"هي عبارة عن أدوات مالية مشفرة ذات قيمة متساوية تمثل حصصا متساوية في ملكية أعيان و منافع ، تقوم على جمع الاموال من المستثمرين مقابل الصكوك المشفرة أو كما يطلق عليها رموز الصكوك . التي تمثل بدورها جزءا من ملكية استثمار الصكوك و يتم توزيع الأموال تلقائيا على حاملي رموز الصكوك من خلال منصة (blockchain) وفقا لقواعد العقود الذكية دون الحاجة الى وسطاء" (Hadjer, 2024, p. 99)

2.3.4.10.2.2 خصائصها :

- **الكفاءة** : حيث تقوم الصكوك الذكية بتسجيل المعاملات و ادارتها بشكل جد سريع و تلقائي ، هذا ما يسمح بتقليل المخاطر و تدنية التكاليف ،هذا ما يعطيها أكثر كفاءة من الصكوك التقليدية.
- **الشفافية** : تسمح الصكوك الذكية بإشراك جميع الاطراف في الوصول إلى المعلومات المتعلقة بالصكوك بطريقة سهلة و آمنة، بالتالي تصبح الصكوك الذكية أكثر شفافية من نظيرتها التقليدية.
- **الأمان** : تتميز الصكوك الذكية بالأمان العالي، من حيث اعتمادها على تسجيل المعاملات على قاعدة (blockchain) التي من مميزاتها الرئيسية الأمان و الخصوصية .
- **الإمتثال** : توافق الصكوك الذكية مع ضوابط الشريعة الاسلامية و أحكامها.

إضافة الى خصائص أخرى تتميز بها الصكوك الذكية كسهولة تداولها بفضل اعتمادها على تقنية (blockchain) ما يجعل تداولها من طرف المستثمرين أكثر سهولة ، مع امكانية الوصول اليها في أي مكان دون عناء ،الامر الذي يسمح بتوسيع فرص الاستثمار بشكل كبير. (Sugheyer & Ghassan Salim Al Ttalib, 2024, p. 37)

3.3.4.10.2.2 أنواع الصكوك الذكية:

يوجد نوعين من الصكوك الذكية وهي كالآتي (قطار و مسرحد، 2023، الصفحات 448-449):

صكوك (استثمار) قابلة للتداول :

- يرتكز عادة هذا النوع من الصكوك على صيغ استثمارية كالمضاربة و المشاركة و الوكالة بالاستثمار، أو تتضمن أصول لإجارة عقارية أو أصولا غير عقارية؛
- يكون أساسها الاستثمار في أصول تسمح بالحصول على دخل، أو الاستثمار في السلع و الخدمات اضافة الى تأجير الأصول؛
- امكانية بيع وتداول الصكوك الذكية من خلال تقنية البلوكشين أو في الاسواق المالية من دون قيود.

صكوك (تمويل) غير قابلة للتداول:

- تستند غالبا صيغ البيوع مثل المرابحة و السلم و الاستصناع؛
- تعتمد على بيع السلع أو الآلات او المعدات أو العقارات، كما يمكن أن تشمل بيع في الذمة لما يتم انشاؤه؛
- لا يجوز تداول هذا النوع من الصكوك الذكية من خلال المنصات القائمة على تقنية البلوكشين أو في الاسواق المالية (الا اذا تقيدت بضوابط شرعية محددة كبيعها بالقيمة الاسمية) لعدم جواز بيع الديون، و هذا ما يساعد في الحد من زيادة خلق الائتمان و التخفيف من حدة المخاطرة .

4.3.4.10.2.2 التكييف الفقهي للصكوك الذكية :

سمحت التكنولوجيا المالية بتبسيط عمليات اصدار و تداول الصكوك و ذلك بالاعتماد على تقنية البلوكشين ، و رغم وجود بعض العيوب و الاخطاء إلا أنها قد أحدثت ثورة تقنية يمكنها تغيير النظام المالي العالمي ،كما سمحت بتشغيل الصكوك الذكية بشكل فعال و اقل تكلفة و اكثر سرعة وشفافية ،فاعتماد هذه التقنية الجديدة الذي من شأنها حماية الصكوك من الاحتيال و حماية الملكية الفردية الذي يعتبر من أهم ركائز الشريعة الاسلامية، فمن هذا المنطلق فمنظور الشريعة الاسلامية لا يفرق بين الصكوك التقليدية و الصكوك الذكية لتوفر متطلبات العقد الشرعي ،و تضمن تقرير هيئة المراجعة و المحاسبة للمؤسسات المالية الاسلامية سنة 2017 ان تصميم العقود الذكية لا يجب أن تحتوي على أي محظورات ، و هذا ما يشير الى جواز تداول الصكوك الذكية بطريقة لا يجب فيها ان تتعارض مع أحكام الشريعة الاسلامية، كما ان تقنية البلوكشين لا تتعارض مع الشريعة الاسلامية لأنها

تعزز من الشفافية و العدالة في المعاملات المالية و التجارية ككل ، بالتالي فهذه التقنية تتوافق مع الاهداف العمة للشريعة . (Hadjer, 2024, pp. 102-103)

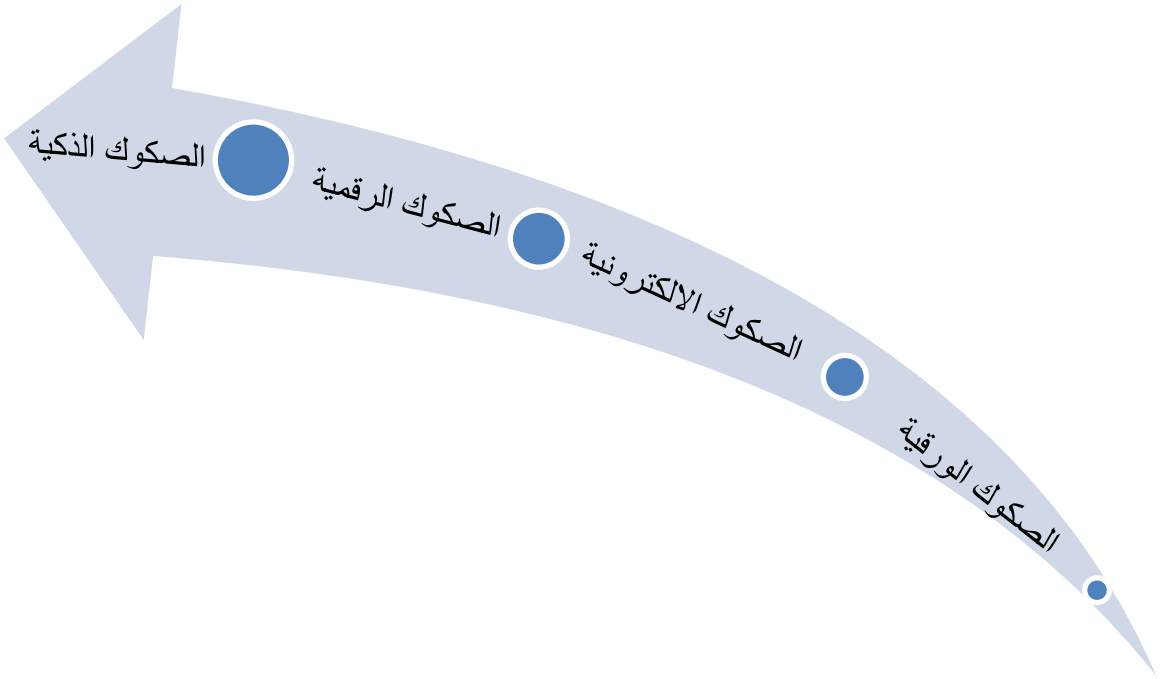
جدول رقم(2-6) : المقارنة بين الصكوك الالكترونية و الرقمية و الذكية

النوع / الميزة	الصكوك الالكترونية	الصكوك الرقمية	الصكوك الذكية
نطاق التحول الرقمي	محدود مع آلية تشغيل مركزية و هي الاقرب الى الصكوك الورقية.	رقمنة كاملة ،مع أنظمة رقمية متقدمة.	رقمنة كاملة بالإضافة الى ذكاء ذاتي و اعتماده على تقنية البلوكشين و العقود الذكية. بالتالي هي تشمل كل من الصكوك الالكترونية و الرقمية
الاعتراف القانوني	موجود غالبا مع منح خاصية التوقيع الالكتروني.	أقل وضوحا اضافة الى السماح بإثبات الملكية الرقمية.	ضعيف جدا في معظم الدول
التكنولوجيا المستخدمة	ماسحات ضوئية و منصات الكترونية	أنظمة رقمية و قواعد البيانات	البلوكشين و العقود الذكية
الاصدار و التداول	الاكتتاب و التداول يكون عبر منصة الكترونية رسمية و ليس البلوكشين كالمنصة الالكترونية للبورصة و البنوك و غيرها	يكون الاصدار و التداول عبر منصات رقمية	تعتمد على تقنية البلوكشين في الاصدار و التداول
درجة الأمان	متوسطة	عالية	عالية جدا
التكلفة	أقل من الورقية	متوسطة	منخفضة على المدى الطويل
العقد الشرعي	نفسه العقد التقليدي ، يكون التوقيع في النسخة الورقية ثم ينسخ الكترونيا	يكون العقد مطابق للعقد الورقي لكن يكون بصيغة رقميا بالكامل من حيث الانشاء و التوقيع.	يحول العقد الشرعي الى عقد ذكي يقوم بتنفيذ بنوده بطريقة آلية (توزيع الأرباح و الاطفاء..)
الملكية	يتم اثبات الملكية للصك عبر سجلات الكترونية بدل السجلات الورقية و يتم تسجيلها الملكية في النظام المركزي للبورصة أو البنك	تسجل الملكية في قواعد بيانات رسمية و تكون عملية نقل البيانات عبر منصة رقمية	ملكية رقمية لا مركزية تعتمد على البلوكشين ، تتم عملية نقل الملكية بدون تدخل وساطة من خلال العقد الذكي.
سرعة الاصدار	متوسطة	أسرع	فورية

ابرز التحديات	الثقة ، الأمان، البنية التحتية	حماية بيانات الملكية، الاعتراف القانوني	أخطاء البرمجة ، غياب التشريع
الشفافية و الرقابة	متوسطة	جيدة	جيدة

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (عدل قاف) و (World Bank Group, 2020)

شكل رقم (2–4): التحول الرقمي للصكوك



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق

5.3.4.10.2.2 الفرق بين الصكوك التقليدية و الذكية :

يمكن وضع مقارنة بين كل من الصكوك التقليدية و الذكية لإيجاد أهم الفروقات الجوهرية ،وذلك خلال وضعها في الجدول التالي:

جدول رقم (2–7): المقارنة بين الصكوك التقليدية و الذكية

عناصر المقارنة	الصكوك التقليدية	الصكوك الذكية
وكيل حملة الصكوك SPV	تعتمد على الشركة ذات الغرض الخاص أو شركة مالية التي تقوم بأدوار متعددة ،وفق ما تحدده نشرة الاصدار ،و من بينها : ■ القيام بتملك و تسجيل أصول الصكوك؛ ■ استلام حصيلة الصكوك المكتتب فيها من المستثمرين؛	يمكن أن تحل منصة الكترونية القائمة على تقنية سلسلة البلوكشين محل وكيل حملة الصكوك إضافة مع امكانية ان تقوم هذه المنصة دور المصدر لتلك الصكوك، و ابرام العقود الذكية التي تنص على القيام بتلك الادوار من خلال المنصة .

	■القيام بمهام ادارية نياب عن المستثمرين؛ ■القيام بتسيير و ادارة الدفعات المستحقة لحاملي الصكوك.	
مدير الاصدار **Lead Arranger & Book Runner**	يمكن ان يقوم عدد من البنوك و المؤسسات المالية بوظيفة طرح الصكوك مع الاخذ الموافقة اللازمة من العديد من الجهات ، كالجهة الرقابية و الإشرافية مثل البنك المركزي و هيئة السوق المالي، ثم تليها عملية اصدار الصكوك	يمكن لمنصة الصكوك ان تقوم بوظيفة مدير الاصدار اضافة الى قيامها كذلك بإصدار الصكوك للاكتتاب دون ان تخضع هاته الصكوك الى جهات رقابية أو إشرافيه ،خاصة اذا طرح الصكوك قد اعتمد على العملات الرقمية المشفرة ويكون ذلك من خلال تقنيات التمويل اللامركزي(DEFI).
مدير الدفعات **Payments Manager**	يكون ذلك من خلال الترخيص لبنوك أو شركات مالية بمسك الحسابات المتعلقة بالإصدار و إدارة الدفعات الدورية اضافة الى مبالغ الاسترداد الذي يتعلق بالمستثمرين و المصدر المستفيد من حصيلة عملية الاصدار لتلك الصكوك	امكانية قيام المنصة بدور مدير الدفعات، حيث تعتمد على تسجيل متحصلات اصدار تلك الصكوك و ادارة توزيع الدفعات بشكل دوري و مبالغ الاسترداد للمستثمرين والمصدر المستفيد بدوره من حصيلة الاكتتاب ، و يكون كل هذا على دفتر الاستاذ الموزع الذي يرتكز تقنية سلسلة الكتل الذي تم من خلاله اصدار تلك الصكوك
المتعهد بالتغطية **Underwriter**	تكون اما بنوك أو شركات مالية مرخصة تتعهد بتغطية عملية طرح الصكوك للإكتتاب في حال لم تكتمل عملية تغطية من طرف المستثمرين	امكانية قيام المنصة الالكترونية المالكة للعملة الرقمية المشفرة التي يتم من خلالها طرح الصكوك بالتعهد بتغطية قيمة الاصدار من طرف المستثمرين، و يكون ذلك وفق شروط الاصدار التي يمكن تمديد آجالها أو إلغاؤها اذا لم تصل الصكوك الذكية للحد الأدنى المطلوب.
تقييم الأصول **Asset Valuation**	تقوم شركات تقييم معتمدة بوضع تقييم لأصول تلك الصكوك سواءً (أصول عقارية او غيرها أو منافع مشروعات قائمة أو قيد الإنجاز) ويكون ذلك بناءً على بيانات مالية للمصدر	تخضع الصكوك الى عملية تقييم قبل عملية الاصدار و تكون قيمة الاصدار تمثل القيمة العادلة لتلك الأصول سواء كانت أصول رقمية أو خدمات او منافعا و مشروع ما يكون محل التصكيك، يكون تسعير تلك الصكوك من طرف جهة متخصصة في ذلك و تلقى قبول لدى المستثمرين (مع ذلك يتم تقييم الاصول الرقمية الى العرض و الطلب بالتالي لايزال مجال تقييم تلك الاصول الى تطبيق و وضع معايير منظمة لذلك)
أمين الحفظ **Custodian**	يمكن ان تقوم بها الشركة ذات الغرض الخاص او من خلال شركة مالية او المنشئ باعتباره مضاربا ، يكون ذلك من خلال حفظ و	يكون على عاتق المنصة الالكترونية دور أمين الحفظ ،و تسجل ملكية الاصول لفائدة المكتتبين في تلك الصكوك باعتبارها (NFT)عن طريق العقود الذكية

	تسجيل تلك الاصول لصالح المستثمرين و المحافظة على قيمتها طول حياة الصك	المعتمد على تقنية البلوكشين ، لكن مع ذلك يكون من الأنسب تسجيلها باسم المنصة المنظمة لعملية الاصدار أو شركة مرخص اليها تكون تابعة لها.
المتعهد بالشراء **Purchase Undertaker**	يقوم المصدر بتقديم تعهد بشراء أصول الصكوك عند نهاية مدتها.	يمكن القيام بإبرام التعهد بالشراء بناءً على العقود الذكية و التوقيع عليه الكترونيا من خلال المنصة.
نشرة الاصدار **Prospectus**	تكون في شكل وثيقة قانونية تتضمن كافة شروط والاحكام المتعلقة بالإصدار، اضافة الى جميع الالتزامات و الحقوق لكافة الاطراف و تتضمن الهيكلة الشرعية و البيانات المتعلقة بالمصدر و تعد بمثابة عقد بين المصدر و المستثمر و بعد الاطلاع و الموافقة يتم التوقيع على ذلك.	بعد اطلاع المستثمر على نشرة الاصدار و ما تتضمنه من خلال العقود الذكية و بعد موافقته يكون بإمكانه التوقيع عليها الكترونيا عن طريق المنصة .
وثائق الإصدار **Issuance Documents**	هي التي يكون على عاتقها تنظيم عملية الإصدار و استخدام حصيلته وفقا للهيكل الشرعي الذي اصدر الصك لأجله	تسمح بالوصول للوثائق التي على عاتقها تنظيم عملية الاصدار من خلال العقود الذكية الموجودة في المنصة .
المستثمرون **Investors**	يمكن ان يكون المستثمر بنك أو شركات او صناديق استثمارية او اشخاص مؤهلين و مرخص لهم بالاستثمار في الصكوك	كل م يتعامل بالعملات الرقمية المشفرة سواء مؤسسات او اشخاص يكون ذلك من خلال المنصات التي تقوم على سلاسل الكتل ،كما يمكن أن يكون أشخاص اذا كان الطرف الذي يقوم بإصدار الصك جهة مرخصة أو اذا كان الاصدار عن طريق عملة قانونية .
عملة الاستثمار **Investment Currency**	يمكن ان تكون الريال السعودي ، الدولار الأمريكي او اليورو أو غيرها من باقي العملات القانونية التي تقوم بإصدارها الدول.	غالبا ما تكون عن طريق العملات المشفرة التي يتم اصدارها من خلال المنصة القائمة على سلاسل الكتل ، كما يمكن ان تكون بعض الاصدارات عن طريق عملات قانونية ما يستوجب التعامل مع البنوك التي تقوم على ادارة حصيلة الاصدار.
تسجيل الصكوك **Sukuk Registration**	تكون عملية تسجيل الصكوك من خلال شركة التداول و تودع لدى مركز الايداع التابع لها ،و تتم التسوية عن طريق شركة المقاصة المختصة بذلك.	يكون على عاتق المنصة الالكترونية العمل على تسجيل أصول الصكوك و ايداعها و تسوية المقاصة المتعلقة بذلك
إدراج الصكوك **Sukuk Listing**	بعد القيام بأخذ جميع التراخيص و الموافقات اللازمة يتم ادراج الصكوك في احدى الاسواق	يتم ادراج هذه الصكوك من خلال المنصة التي تسمح للمستثمرين بتداولها ، و يتحدد سعر التداول من

	المالية المعتمدة	خلال قاعدة العرض و الطلب
استخدام حصيلة الاصدار Use of Proceeds	تستخدم حصيلة الصكوك التي تم اصدارها في استثمار المشروع التي الذي اصدرت الصكوك لأجله وفق ما نص عليه العقد الشرعي في نشرة الاصدار	تستخدم كذلك حصيلة الصكوك التي تم اصدارها في استثمار المشروع الذي اصدرت الصكوك لأجله وفق ما ورد في العقود الذكية في نشرة الاصدار من خلال المنصة
التقارير الدورية لأداء أصول الصكوك Periodic Reports on Sukuk Asset Performance	يمكن للمستثمرين في هاته الكوك الاطلاع على البيانات و التقارير بشكل دوري من الجهة المصدرة للصكوك، كما تلزم الوثائق بالمحافظة على قيمة الاصول مع إخطار المستثمرين بأي تغيير طارئ أو جوهري .	يمكن للمستثمرين الاطلاع أولا بأول عن أداء أصول الصكوك و نتائجها من خلال ما تتيحه تقنية سلاسل الكتل ،و يمكن كذلك اطلاع المستمرين على جميع التقارير الدورية مع امكانية اخطارهم بأي تغيير جوهري من خلال المنصة .
استرداد الصكوك (إطفاء الصكوك) Sukuk Redemption	قد يكون اطفاء الصكوك اما بالقيمة الاسمية(مثل صكوك المرابحة) أو بالقيمة السوقية في تاريخ الاسترداد و يكون هذا حسب الشروط و أحكام الوثائق التي تم الاتفاق عليها في نشرة الاصدار	يتم اطفاء الصكوك في تاريخ الاسترداد حسب ما نصت عليه الأحكام و الشروط في العقود الذكية و تم الاتفاق عليها وابرامها و التوقيع الكترونيا من خلال المنصة اثناء اصدار الصك .
الضمان Guarantee	يمكن أن يدخل طرف آخر كضامن للمستثمرين بسداد التزامات المصدر كالبنك المركزي أو وزارة المالية .	يمكن ان تقوم المنصة الالكترونية بدور أمين الحفظ لأصول الصكوك ،هذا ما يسمح لها بتقديم ضمانات للمستثمرين و التسديد لهم بالعملة الرقمية.
اللجنة الشرعية للصكوك Sukuk Sharia Board	تقوم لجنة الشرعية بعد تعيينها بالقيام بمراجعة شاملة لهيكل ووثائق الصكوك و اصدار قرار بمدى توافقها الشرعي ،و يمكن ان تخضع تلك اللجنة الشرعية لمعايير حوكمة	تسمح المنصة بالاستشارة بلجان شرعية اضافة الى تعيين تلك اللجان الشرعية تعمل على مراجعة هيكل الصكوك و العقود الذكية، دون الالتزام بمعايير حوكمة محددة
تقييم الصكوك Sukuk Valuation	يكون من خلال وكالة التصنيف الائتماني	يكون كذلك من خلال وكالة التصنيف الائتماني أو منصة جهة أخرى مختصة بتقييم الاصول الرقمية اذا تعلق بإصدار صكوك رقمية ، او من خلال المنصة المصدرة للصكوك الذكية .
المخاطر Risks	تواجه الصكوك مجموعة من المخاطر: ● مخاطر الائتمان؛ ● مخاطر السوق؛ ● مخاطر التشغيل؛ ● مخاطر المخالفات الشرعية ● المخاطر القانونية	تواجه الصكوك الذكية اضافة الى المخاطر التي تواجهها الصكوك التقليدية مخاطر أخر أهمها: ●الاختراق الالكتروني؛ ●الاعطال التقنية رغم ندرتها في تقنية سلاسل الكتل؛ ●عدم الخضوع الى جهة رقابية و إشرافية (في حال كان الاصدار اللامركزي)؛

	● مخاطر عدم القدرة على الوفاء	●امكانية استخدامها من جهات غير نظامية او غسيل الأموال او للتهرب الضريبي (يكون خاصة من قبل جهات مصدرة و غير مرخصة لها)

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (خيري و أمين محمد، 2022، الصفحات 75-79)

6.3.4.10.2.2 أهمية الصكوك الذكية :

تعتبر الصكوك الذكية من بين أفضل الخيارات المالية التي تتيح الاستثمار بشكل فعال خاصة مع التطور التكنولوجي المالي الذي يشهده العالم ،هذا ما يجعلها اداة مناسبة لتحقيق التنمية الاقتصادية بصفة عامة للإرتباطها بالاستثمار الحقيقي، حيث يمكن لنا توضيح العلاقة التي تربط الصكوك الذكية و مختلف مجالات التنمية الاقتصادية من خلال الجدول أدناه :

الجدول رقم (2-8):دور الصكوك الذكية في تمويل التنمية الاقتصادية

دور الصكوك الذكية	شرحها
جمع و تعبئة الموارد المالية	تسمح بتعبئة و جمع المدخرات بفضل تنوع آجالها و تنوع قيمه و أغراضها و فئاتها و تنوع طرقة تحصيل العوائد، اضافة الى السيولة المستمدة من امكانية التداول من السوق الثانوي، و تتميز كذلك انها لا تتعرض لمخاطر أسعار الفائدة لعدم تعاملها به.
تمويل المشاريع الاستثمارية	تسمح للدول النامية بالتركيز على المصادر الداخلية لتوفير الموارد المالية فتصبح كأفضل خيار لدعم مشاريعها الاستثمارية لارتباطها بالاستثمارات الحقيقية، فالصكوك الذكية اداة مالية اكثر تناسبا مع مختلف المشاريع الاقتصادية مثل صكوك المرابحة الذكية مناسبة لأعمال التجارية و صكوك السلم الذكية مناسبة للمشاريع الزراعية و الصناعات الاستخراجية ، في حين تستخدم صكوك الاستصناع الذكية في مجال البناء و العقارات ،كما ان صكوك المشاركة الذكية تعتبر من الانسب لتمويل جميع أنواع الاستثمارات الطويلة و القصيرة و المتوسطة، بما في ذلك المشاريع الصناعية و الزراعية و الخدماتية .
تمويل مشاريع البنية التحتية	الصكوك الذكية من بين اهم الادوات التمويلية لمشاريع البنية التحتية التي تتطلب رأس مال كبير، بدلا من الاعتماد على الادوات التمويلية التقليدية كسندات الخزينة و الدين العام و ما تخلفه من آثار سلبية على الاقتصاد و المجتمع ككل، حيث تسمح صكوك الاجارة الذكية بتمويل بناء الطرق و المطارات و الجسور والسدود و غيرها ، يكون في هذه الحالة أصحاب الصكوك هم ملاك العقارات المؤجرة من الحكومة و تكون هذه الاخيرة هي المستأجر، كما يمكن استخدام الصكوك الاجارة الذكية في تطوير برامج الاسكان .
خفض عجز الموازنة و المديونية	تسمح الصكوك الذكية بفتح المجال للمشاركة جميع الافراد و المؤسسات وهذا ما يتيح توفير الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة ،فيمكن للحكومة على سبيل المثال اصدار صكوك المشاركة او المضاربة الذكية لتنفيذ برامج اقتصادية ربحية ما يسمح لها بسد العجز الموازنة العامة.

إنعاش السوق المالي	تلعب الصكوك الذكية دورا رئيسيا في تعزيز و تطوير السوق المالية بشكل عام و السوق المالية الاسلامية بشكل خاص، حيث ان ادراج الصكوك في البورصات من خلال توليد استثمارات مالية وتداولها في سوق الاوراق المالية يساعد على توليد فرص استثمار جديدة وتوجيه المدخرات لمختلف قنوات الاستثمار، هذا الامر حيوي يعطي دفعة قوية للنمو الاقتصادي و يعزز كذلك من حيوية لسوق الأوراق المالية بفضل التنوع و التميز التي تمتاز به الصكوك الذكية لتمويل مختلف أنواع المشاريع ، اضافة ان الصكوك سواء كانت تقليدية او ذكية فهي ترتبط بالأصول الملموسة و هو ما يؤدي الى تعزيز العلاقة بين القطاع الحقيقي و القطاع المالي.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (Hadjer, 2024, pp. 109-111)

11.2.2 مخاطر الصكوك و أدوات التحوط

1.11.2.2 مخاطر الصكوك :

1.1.11.2.2 انواع المخاطر التي تعترض الصكوك التقليدية:

يمكن تصنيف أنواع المخاطر التي تتعرض اليها الصكوك الاسلامية التقليدية الى:

– مخاطر الائتمان (Credit Risk):

هي تلك المخاطر لتي ترتبط بالطرف الاخر من العقد وقدرته على الوفاء بالتزاماته الائتمانية كاملة في موعدها المحدد كما هو مذكور في العقد ،حيث تتعرض الصكوك الاسلامية لمخاطر الائتمان من خلال :

- تقوم السندات على الفائدة الربوية في تعاملاتها لذلك فإن حاملها يحصل على الفوائد طوال فترة التأخير الذي يلزم بتسديد الالتزامات في اوقاتها ، أما الصكوك باعتبارها خالية من الفوائد فإنها تفوت الفرصة الاستثمارية خلال فترة التأخير و تحرم حاملها من العائد في حال تعثرها ؛
- مخاطر تسوية مدفوعات تنشأ عند التأخر في السداد للأصل ما في تاريخ معين او العجز عن السداد مما يعرض المشروع الى خسارة ؛
- تأتي مخاطر الائتمان في حالة استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك في مشاريع تجارية تقوم بالمبادلات ،فقد يدخل المشروع اثناء عمله في معاملات في معاملات قائمة على اساس مدفوعات آجلة ؛
- تنشأ مخاطر الائتمان أيضا عندما يكون لاحد أطراف الصفقة ان يدفع نقود آجلة (المرابحة) مثل عدم استلام السلعة ،او عليه ان يسلم في المستقبل اصولا معينة (السلم) كعدم الالتزام بتوريد السلعة في الزمن المحدد ؛
- مخاطر الائتمان ترتبط بالعقود التي يتولد منها المديونية ، كصكوك السلم و صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع ،لا في عقود الامانة كالوكالة و المضاربة و المشاركة . (البقمي، 2013، صفحة 65)

– مخاطر السوق (Market Risk):

هي مخاطر تحدث نتيجة التقلبات و الحركات المعاكسة التي تطرأ على الاسواق سواء كانت اسواق اصول حقيقية او اسواق النقد .او اسواق راس المال بنوعيه سوق الاصدار و سوق التداول . اما مخاطر السوق التي تتعرض لها الصكوك فهي المخاطر التي تعترض المؤسسات المالية نتيجة تقلبات اسعار الاصول المالية و اسعار صرف العملات التي تؤثر على اسعار الصكوك في سوق المال . التي تكون كفيلة بأن تهدد المشروعات الاستثمارية التي تسعى لتحقيق عائدات مناسبة تغطي التكاليف وتحقق ارباح صافية لحملة الصكوك .تنقسم مخاطر السوق الى قسمين : مخاطر سوق الاصول الحقيقية و مخاطر سوق المال (Najeeb, 2013, p. 56).

- **مخاطر سوق الاصول الحقيقة (Real Asset Market Risk):** ترتبط هذه المخاطر بالصكوك كونها تمثل حصة شائعة في الاصول لا على المديونية كالسندات، هذا ما يعرضها لتقلبات في الاسعار بناء على عامل العرض و الطلب في الاسواق لكونها اصول حقيقية .و كذا نتيجة التغير في السياسات الاقتصادية الحكومية و الازمات الاقتصادية اتي تؤثر على الاسواق .
- **مخاطر سوق المال (Capital Market risk):** و تصنف بدورها الى :
  - **مخاطر سعر الصرف (Exchange Rate Risk):** تظهر هذه المخاطر عند اصدار الصك بعملة معينة و استثمارها بعملات اخرى و نتيجة لتقلبات اسعار الصرف في المعاملات الآجلة ففي حالة الانخفاض يحمل مصدري الصكوك خسائر ذلك الانخفاض و العكس في حالة الارتفاع يحقق للمصدر ارباحا.
  - **مخاطر سعر الفائدة (Interest Rate Risk):** رغم ان الصكوك لا تتعامل مع الفوائد الربوية الا انها قد تتأثر بعر الفائدة بطريقة غير مباشرة كما هو الحال اذا ما تخذ سعرا مرجعيا في التمويل بالمرابحة ، حيث سعر الفائدة الية يقوم عليها الجهاز المصرفي ف غالبية الدول الاسلامية ، فتتأثر بذلك الصكوك ايضا .
  - **مخاطر اسعار الاوراق المالية (Securities Rates Risk):** تحدث هذه المخاطر خلال التقلبات التي تحدث في الاوراق المالية في اسواق رأس المال سواء كانت التقليدية منها او الاسلامية ، حيث تتأثر القيمة الاسمية للصكوك حسب وضع السوق .
  - **مخاطر التضخم (Inflation Risk):** ينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة انخفاض القوة الشرائية للنقود الناتج عن الارتفاع المستمر للنقود مما يعني تعرض الاموال المستثمرة لانخفاض قيمتها الحقيقية.

– مخاطر تشغيلية (Operation Risk):

تنشأ هاته المخاطر عند فشل أو عدم كفاية كل من العمليات الداخلية ، الأنظمة ، العاملين ،أو أحداث خارجية ، و تكون المخاطر نتيجة للاختلاس و السرقة ، و الجرائم الالكترونية و التزوير و غيرها .

بحيث تؤثر مخاطر التشغيل على القيمة السوقية للصكوك الاسلامية و ذلك من خلال عدم توافر الكفاءة الادارية على القيام بمهام الوكالة عن حملة الصكوك ، و تحقيق الأرباح مع نموها و استقرارها مستقبلا ، و المحافظة على مركزها

التنافسي للصكوك و غير ذلك من خلال صورية او ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين و سمعة المؤسسة (تبري، 2015، الصفحات 323-324).

من خلال ما ورد في المخاطر التشغيلية انها تضم بدورها العديد من الأنواع :

- **المخاطر الإدارية (Administrative Risks):**

تدعى أيضا بالمخاطر الفنية ، و تكون نتيجة اتخاذ قرارات(استثمار أو مالية)خاطئة من شأنها ترك تأثير عكسي على القيمة السوقية للصكوك الاستثمارية، بالتالي مخاطر الادارة يكون لها صلة وثيقة مع القرارات التي يتخذها مدير الاستثمار التي تكون مخالفة للحالة الفنية للسوق او للسلعة أو للعملة، كشراء سلعة و بيعها بسعر اقل او أعلى على ما يكون علي السعر الحقيقي دون الدراية بالتحليل الاساسي بقانون العرض و الطلب و غيرها (حبيبة، متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري- دراسة استشرافية، 2022، صفحة 52).

- **المخاطر القانونية (Legal Risks):**

ينشأ هذا النوع من المخاطر غالبا بسبب عدم وضوح العقود المالية موضوع تنفيذ الصكوك الاسلامية، فهي ترتبط بالنظام الأساسي و التشريعات و الأوامر الرقابية التي تحكم التزامات العقود و الصفقات ،فأحيانا تكون طبيعة المخاطر خارجية مثل الضوابط الرقابية التي تتسبب في بعض الاحيان على التأثير بعض الانشطة التي تمارسها البنوك و المؤسسات المالية ،كما يمكن ان تكون ذات طبيعة داخلية مرتبطة بالإدارة و موظفيها، كالاحتيال و عدم التقيد بالضوابط و القوانين. (حمزة و وفاء، 2018، صفحة 144)

- **المخاطر الشرعية (Shariah Risks):**

هي تلك المخاطر التي ترجع الى استخدام حصيلة الصكوك في المحرمات، سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع او حتى الخدمات المحرمة، أو محرمات الناتجة لكسبها كالربا و القمار ، الغش ، التدليس ،الخديعة ..الخ (أشرف، 2009، صفحة 121)

جدول رقم (2-9): أمثلة على مخاطر الصكوك حسب العقود الشرعية

صيغة عقد الصك	المخاطر التي تواجهها	درجة المخاطرة
	مخاطر الائتمان	مرتفعة ، ترتبط بمخاطر الأصول ،السبب عدم تسلمه بالوقت المحدد او عدم تسلمها حسب المواصفات و المعايير المتفق عليها
	مخاطر السوق	مرتفعة ، قد يكون السعر السلعة مرتفعة عند ابرام العقد و منخفض عند التسليم ، او قد ينخفض الطلب عليها عند التسليم مما يؤثر على قيمتها السوقية
السلم	مخاطر السيولة	مرتفعة جدا ، لعدم جواز تداولها شرعا

	مخاطر عامة	مخاطر التشغيل: تشمل كل من المخاطر الأخلاقية التي من الممكن ان تكون مرتفعة لان السلعة مؤجلة مخاطر عامة :من الممكن ان تتعرض لها خصوصا اذا كان هذا النوع من الصك مرتبط بالمحاصيل الزراعية او السلع الموسمية.
الاجارة	مخاطر الائتمان	مرتفعة ، يعود السبب ان صيغة هذا العقد مولدة للديون، اضافة الى امكانية وجود مصدر غير قادر على شراء الصكوك من المستثمرين عند الاستحقاق ، او بسبب عدم القدرة على دفع الايجار في الوقت الذي تم الاتفاق عليه في نشرة الاصدار
	مخاطر السوق	مرتفعة و تخضع لتقلبات الاسواق، فكما هو متعارف عليه على أن صكوك الاجارة توفر عائد ثابت يتم دفعه لحملة الصكوك و هذا المعدل يتعرض لتقلبات اسعار السوق ، هذا ما يعطي فرصة لمواجهة الخسائر عند انخفاض معدل العائد في السوق ، بينما يدفع المصدر عائد أكبر لحملة الصكوك هذا ما يزيد في الكلفة اضافة الى ارتفاع تكلفة نفقات الصيانة للأصل المؤجر الذي قد يثر على العائد
	مخاطر السيولة	منخفضة بالنسبة لباقي الصيغ الاخرى
	مخاطر عامة	مخاطر التشغيل و ادارة الاصل الاستثمار ي مخاطر مخافة أحكام الشريعة ، خاصة ما أصدرته هيئة المحاسبة و المراجعة من قرار ضد الوعد الملزم بالشراء
المشاركة	مخاطر السوق	تواجه تقلبات الاسواق و قوى العرض و الطلب
	مخاطر السيولة	منخفضة بالنسبة لباقي الصيغ الاخرى من الصكوك
	مخاطر عامة	مخاطر أخلاقية: مثل الخيانة مخاطر تشغيلية : سوء التسيير والادارة
المرابحة	مخاطر الائتمان	لا تتعرض لهذا الخطر لأنها تتم وفق أمر بالشراء
	مخاطر السوق	امكانية تعرضها لتقلبات السوق
	مخاطر السيولة	مرتفعة لعدم شرعية تداولها
	مخاطر عامة	مخاطر التشغيلية
المضاربة	مخاطر السوق	تواجه تقلبات الاسواق و قوى العرض و الطلب
	مخاطر السيولة	تعترضها لكن بحدة أقل من باقي الصيغ الاخرى من الصكوك
	مخاطر عامة	المخاطر الأخلاقية :مرتفعة و يعود ذلك الى ان رأس مال المضاربة مدفوع مسبقا قبل بدء النشاط المخاطر التشغيلية :افتقار المضارب للخبرة الكافية ، او الى المهارة اللازمة لإدارة المشروع الذي يجنب المستثمرين للمخاطر

الاستصناع	مخاطر الائتمان	مرتفعة لأن طبيعة العقد مولدة للديون
	مخاطر السوق	مرتفعة و تواجه تقلبات الاسواق و قوى العرض و الطلب
	مخاطر السيولة	مرتفعة لعدم مشروعية تداولها
	مخاطر عامة	مخاطر تشغيلية: قد تكون مرتفعة
الصيغ الزراعية (المساقاة ،المزارعة، المغارسة)	مخاطر بيئية	مرتبطة كثيرا بهذه الصيغ و لا يمكن تجنبها بالتنويع
	مخاطر السوق	تواجه تقلبات الاسواق و قوى العرض و الطلب
	مخاطر عامة	مخاطر تشغيلية : كسوء التسيير و الادارة أو سوء التصرف و قلة الخبرة

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على (البقمي، 2013، صفحة 121)

2.1.11.2.2 المخاطر التي تواجه تطور الصكوك الذكية :

يوجد العديد من التحديات التي تقف عائقا أمام تطور الصكوك الذكية نذكر منها (قطار و مسرحد، 2023، الصفحات 449-450):

- **تحديات قانونية و تنظيمية** :نظرا لغياب أرضية قانونية تسمح و تحمي التعاملات بالصكوك الذكية خاصة من حيث ضمانات حقوق العملاء، اضافة الى التحديات التنظيمية خاصة ان التكنولوجيا المالية لها قواعد تنظيمية خاصة يجب ان تتكيف مع منتجاتها و تكون أكثر تعقيدا .
- **تحديات الشريعة** : اصدار الصكوك الذكية يحتاج الى مستشار شرعي متمكن في فحص الخوارزميات و برمجة البلوكشين من حيث توافقها مع أحكام الشريعة الاسلامية، فمثال ذلك عقد المضاربة يعبر عن تقاسم الربح بين المصدر و المستثمر بينما الخسارة يتحملها المستثمر ،لذا يجب الترميز بشكل صحيح للتفريق بين حالة الربح و الخسارة و بين المضارب و المستثمر ، اضافة الى ذلك ان استخدام العملات المشفرة في عملية اصدار الصكوك يزيد من التعقيدات التي تواجه علماء الشريعة من حيث حكمها الشرعي .
- **تحديات الامن السيبرياني** : الصكوك الذكية الصادرة عبر سلاسل الكتل التي تعتمد على الانترنت معرضة لمخاطر القرصنة ، كما أنها تحتوي على ثغرات أمنية في العقود الذكية يمكن استغلال الأخطاء في الترميز و أخطاء أخرى غير مكشوفة من أطراف معادية، لهذا وجب الوقوف بصرامة للمزيد من التحليل الامني قبل اصدار الصكوك لجعلها أكثر أمان .

2.11.2.2 ادارة مخاطر الصكوك

1.2.11.2.2 مفهوم ادارة مخاطر الصكوك :

تعرف ادارة المخاطر على انها المدخل العلمي و المنهج المتبع للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة و المحتملة و تخطيط و تنفيذ اجراءات التي تسمح بتقليل من امكانية حدوث الخسارة.

حيث يمكن تعريف ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية" على انها تلك العملية و الاجراءات التي تسمح بالقيام بتحديد وتقييم المخاطر التي تواجه الصكوك و بالتالي اتخاذ الاجراءات و القرارات المناسبة و المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية التي تسمح بعزل او تذليل المخاطر مما يسهم بتعظيم الارباح و الرفع من القيمة الاسمية للصك" (حماد ط.، 2003، صفحة 53).

2.2.11.2.2 خطوات قياس المخاطر :

ان ادارة المخاطر للصكوك الاسلامية تمر بعدة مراحل من قياس و تحديد ادرجة الخطورة لتمكين صناع القرار من اتخاذ التدابير اللازمة للتحوط و التحكم في تلك المخاطر.

- **مفهوم قياس المخاطر** :"يشير قياس مخاطر الصكوك الى حجم هذه المخاطر التي تتعرض لها و تحديده " (البقمي، 2013، صفحة 125).
- **خطوات قياس المخاطر** :

➢ **استشعار و تحديد المخاطر** : تقوم ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية أولا على استشعار و تحديد المخاطر قبل وقوعها ، بالإضافة الى تحديد نوع هذا الخطر سواء كان خطر عام او خاص و يتم تحديد هاته المخاطر التي تتعرض لها الصكوك من خلال :

- الخبرات المكتسبة من طرف المستثمرين او المضاربين ؛
- الاحصائيات السابقة و الحالية و حت المستقبلية حول تطورات الصكوك ؛
- نوعية الصكوك و مدى ارتباطها بمحيطها؛
- الاستعانة بالمحللين و المستشارين في سوق الصكوك؛
- الاخذ بآراء العملاء و المتدخلين في سوق الصكوك.

➢ **تقييم و قياس المخاطر** : تتميز هذه الخطوة بتقدير احتمال وقوع الخطر و الخسائر التي قد تنجم عنه ،و يتم وضع بطاقية خاصة بالمخاطر الممكن حدوثها بالتالي وضع اهم المعلومات الخاصة بكل نوع من المخاطر سواء تعلق الامر بحجم الخسائر التي يمكن ان يحدثها هذا الخطر ، بالإضافة الى مدته (قصيرة ،متوسطة ، طويلة) بالتالي يمكن اخذ فكر على كل نوع من الصكوك و نوع الخطر الذي من الممكن ان يعترضه، ما يسمح باتخاذ الاجراءات اللازمة للتعامل مع هذا الخطر .

- **دراسة البدائل الممكنة للتعامل مع هذا الخطر** : بعد تحديد ان يتم تحديد المخاطر و تقييمها و قياسها ، تأتي الخطوة التي يأتي فيها الدور على البدائل المناسبة من خلال الاعتماد على البطاقية الخاصة بالمعلومات عن كل نوع من المخاطر و بالتالي يتم دراسة جميع البدائل المتوفرة للتعامل مع كل نوع من هذه الصكوك الاسلامية ، باتباع سياسات معينة تجنب الصكوك من الوقوع في تلك المخاطر او التقليل منها .
- **اختيار البديل المناسب** : بعد دراسة جميع البدائل الممكنة من جهة المخاطر المحتملة ،او حتى التي وقعت من جهة اخرى يتم اختيار البديل المناسب لإدارة مخاطر تلك الصكوك التي بإمكانها تحقيق اكبر فعالية و بأقل تكلفة ممكنة .
- **تنفيذ البديل او البدائل المختارة** : بعد اختيار البدائل المناسبة تأتي مرحلة التنفيذ و تجسيد الاليات دون اغفال جانب المتابعة و المراجعة الدورية لهاته الاليات و محاولة تحسينها كل مرة.

3.2.11.2.2 آليات إدارة مخاطر الصكوك الاسلامية :

يسمح الاسلام بالحفاظ على المال مما يشجع باستعمال آليات تسمح بالحفاظ على هذا المال الذي قد يضيع وسط المخاطر المتعددة ، هذا ما ينطبق ايضا على الصكوك الاسلامية ف بالتالي يمكن لحملة الصكوك الاعتماد على عدة آليات لإدارة هذه المخاطر نذكر منها (فؤاد، youtube، 2025):

- **دراسة الجدوى الاقتصادية** : يقصد بها انها عبارة عن كافة الدراسات التمهيدية و التفصيلية التي تتم على الفرص الاستثمارية منذ طرحها كفكرة ،حتى الوصول الى القرار النهائي بقبول بعض الفرص التي تكون مبررة اقتصاديا و رفض بعض الفرص التي لا مبرر لها اقتصاديا ،اما مفهوم الجدوى الاقتصادية من الناحية الاسلامية فهي تعبر عن الدراسات التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع ابعاده الشرعية و الاقتصادية و الاجتماعية لتقييم العائدات المتوقعة و التقليل ممن المخاطر الاقتصادية و مخاطر مخالفة الاحكام الشرعية ،من خلال توجه التمويل نحو المشروعات الملتزة بأحكام الشريعة الاسلامية، فضلا عن المشروعات التي تتسم بالكفاءة الاقتصادية من خلال حفظ المال و تنميته اضافة الى الكفاءة الاجتماعية عن طرق تحقيق منافع تعود بالنفع و الخير على المجتمع كل هذا من شأنه تخفيض مجمل مخاطر الصكوك الاسلامية .
- **اعتماد هيئة الرقابة الشرعية** :الاعتماد على هذه الهيئة الرقابة التي تجمع بين الفقهاء و الاقتصاديين من شأنه التخفيض من الوقوع في المخاطر التي تقع في فيها الصكوك الاسلامية ،من خلال اعداد صياغة العقود الشرعية التي تستند اليها الصكوك عند الاصدار و مراجعة النماذج و اليات التداول والاطفاء للتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الاسلامية .
- **تنويع محفظة الصكوك** :تستند هذه الآلية على فكرة التنويع بهدف تخفيض درجة المخاطر اتي يتعرض لها عائد الصك و من اهم اساليب تنويع محفظة الصكوك ما يلي :

– **تنويع جهة الاصدار** : يشير الى عدم توجيه كل المدخرات لاستثمارها في صكوك مؤسسة واحدة فقط بل يجب استثمارها في عدد متنوع من الاصدارات .

– **تنويع تواريخ الاستحقاق** : باعتبار ان الصكوك تصدر لفترة معينة ينتهي العمل بها بانتهاء المشروع الممثل لها ويستحسن استثمار الصكوك في مشاريع مختلفة المدة و ان لا تكون لها فترة واحدة.

- **التحوط الاسلامي** : يقصد به تحييد وتقليل من المخاطر ،و هناك من يفرق بين التحوط و التأمين ، فالأول يشير الى تقليص الخسائر من خلال التنازل عن امكانية الربح ، اما التأمين فهو دفع ثمن معين لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح . فالتحوط بهذا المعنى لا يتنافى مع احكام الشريعة الاسلامية طالما اعتمد على وسائل جائزة وغير مخالفة للشريعة الاسلامية ، فمنهج الشريعة يقوم على ربط المخاطرة بالملكية و من ثم بالنشاط الحقيقي لتوليد الثروة فالتحوط يكون مقبولا طالما ارتبط بالنشاط الحقيقي ، و بذلك يمكن تحقيق ايجابيات توزيع المخاطر دون الوقوع في سلبيات المجازفة التي تؤدي اليها المشتقات المالية .
- **تبرع طرف ثالث برأس المال او الربح** : وهو ما يسمى عند المالكية بالوعد الملزم فيتم ابراز الضمان في نشرة الاصدار، اين يلتزم طرف ثالث سواء كان شخصا طبيعيا او معنويا يكون له مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط عادة بضمان رأس المال او نسبة معينة من الارباح ،كما يمكن للدولة ان تعلن التزامها لضمان رأس المال او نسبة من الربح لحملة الصكوك ، فتقوم الدولة بالتبرع لحملة الصكوك في مشروع معين يتماشى مع خططها الاقتصادية بما يحقق التوازن بمختلف الانشطة الاقتصادية .
- **التأمين التكافلي** : حيث يقوم التأمين التكافلي على مبدأ التأمين التعاوني بالإضافة الى كون استثماراته لا تتعارض و احكام الشريعة الاسلامية ، فهي عبارة عن آلية من الاليات الاسلامية التي تسمح بحماية الصكوك من المخاطر التي قد تعترضها خاصة مخاطر الاصول و المخاطر الائتمانية ، حيث يمكن من خلالها تأمين كافة الاصول الاستثمارية الممثلة في الصكوك الاسلامية من المخاطر التي تعترضها .

12.2.2 أسباب اهتمام الانظمة المالية و النقدية العالمية بالصكوك

ان التهافت العالمي حول اصدار الصكوك راجع الى مجموعة من الأسباب الذي جعلتها تحظى بقبول عالمي واسع نذكر منها :

- الانتعاش الاقتصادي التي تعرفه المنطقة العربية عموما و منطقة دول الخليج خصوصا الامر الذي ساهم في تطور العديد من القطاعات و خاصة انتعاش القطاع العقاري الذي يعتبر من الركائز الأساسية للاستثمارات الاسلامية التي تدعم الاعتماد الصكوك ؛
- زيادة حجم السيولة و توجه الأفراد للاستثمارات في المنطقة التي لها تأثير إيجابي على النمو؛
- زيادة انتشار البنوك في السنوات الأخيرة و خاصة البنوك الإسلامية و ما صاحبها من زيادة الاهتمام بمجال الصكوك الذي سمح لها بزيادة النمو و الانتشار؛ (حكيم، 2016، صفحة 277)
- الازمة المالية العالمية لسنة 2008 ،و ما خلفته من آثار وخيمة على الدول و الافراد و المؤسسات المالية بسبب اعتمادها على توريق الديون و غيرها من الأسباب ساهمت في تلك الأزمة ؛ (نغميش و مطر، 2017، صفحة 149)

- التمويل الاسلامي يعمل على حل العديد من الأزمات المالية التي كانت نتيجة اعتمادها على الممارسات المالية الربوية ؛
- تمتع الصكوك بالعديد من المزايا لكل من المصدر و المستثمر، هذا ما يعني انها سوق واعد و كبير للجهات الرغبة في التمويل و الاستثمار ؛
- تنوع الفرص الاستثمارية من خلال اتاحة الصكوك الفرصة للمستثمرين المحليين و الدوليين في أسواق المال ، مع امكانية توزيع المخاطر؛
- الصكوك وسيلة فعالة لإدخال و جذب السيولة للأسواق المالية، خاصة للدول التي تحتاج الى تمويل مشروعاتها الكبرى؛
- الصكوك الاسلامية وسيلة لجذب الاستثمارات ،حيث مع انتشار الوعي حتى في الدول غير المسلمة و ادراكها لمزايا الصكوك بدأت بإصدار الصكوك لتوسيع قاعدة المستثمرين ؛
- الاستدامة و المشاريع الخضراء أصيحت الصكوك مؤخرا من بين أهم الأدوات التي تجمع بين الاستدامة المالية و البيئية ، من خلال الاستثمار في قطاعات الطاقات المتجددة و المشروعات المستدامة؛ (التهامي، رزيق، و كمال، 2019، الصفحات 04-05)
- توفر الصكوك للدول و الشركات أدوات مالية مبتكرة لتمويل مشاريعها مقارنة بالأدوات المالية التقليدية، كما يمكن ان تكون الاصول ايرادات لأصول معينة الامر الذي يسمح بالحد من مخاطرها؛
- امكانية التحوط و تقليل المخاطر للاعتماد الصكوك على اصول حقيقية ، مما يجعلها أقل عرضة للمخاطر مقارنة بالأدوات المالية التقليدية؛
- تعتبر الصكوك من الادوات المالية التي تتميز بالشفافية و الرقابة العالية التي تفرض عليها من طرف الهيئات المختصة مثل هيئة الاوراق المالية و البورصات الاسلامية، الأمر الذي سمح لإقبال العديد من المستثمرين. (Sukuk Capita، 2025)

3.2 اصدار الصكوك

1.3.2 مفهوم اصدار الصكوك

:" هي عبارة عن عملية مالية تقوم بها الحكومات او الشركات، بهدف جمع الأموال عن طريق طرح الصكوك للإكتتاب و ذلك بتوجيه مصدر الصك او وكيله الراغب في الاستثمار او استخدام حصيلة الصكوك بصيغة من صيغ التمويل او الاستثمار الشرعية، من خلال اصدار وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات سواء كانت منافع أو أعيان أو حقوق أو خليط من النقود و المنافع و الأعيان ، تكون قائمة فعلا أو سيتم انشاؤها من حصيلة الاكتتاب و تصدر وفق عقد شرعي و تأخذ أحكامه" (بهية، 2022، صفحة 210)

2.3.2 ضوابط اصدار الصكوك :

يجب أن تنص نشرة الاصدار عن صيغة الصك التي أصدر لأجلها بحيث تكون مستوفية لمجموعة من الأركان و ألا تتضمن في مقتضاها شروطا تنافي أو تخالف أحكامها و مبين تلك الاحكام (بوستة و فطيمة الزهرة نوي، 2018، الصفحات 97-98):

- تتضمن نشرة الاصدار تحديد مجال الاستثمار و طبيعة صيغة التمويل الاسلامي التي يصدر على اساسها الصك كالمضاربة ، الاجارة ، المشاركة و غيرها ؛
- يجب أن تنص نشرة الاصدار على التقيد و الالتزام بأحكام و مبادئ الشريعة الاسلامية، و على وجود هيئة للرقابة الشرعية تعتمد على آلية الاصدار و العمل على مراقبة تنفيذه ؛
- عدم جواز ضمان حصة الشريك في رأس المال في نشرة اصدار الصكوك ، أو ضمان ربح مقطوع او منسوب الى رأس المال، فإن نص على ذلك صراحة أو حتي ضمنا بطل شرط الضمان ؛
- لا يجب ان تتضمن نشرة الاصدار نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته ، و لو كان معلقا او مضافا للمستقبل ، لكن يجوز ان يتضمن وعدا بالبيع ، و هي الحالة التي تسمح ان يتم البيع بعقد آخر ، يكون بناءً عن التراضي و بالقيمة التي ترضي اطراف العقد ؛
- يجوز تصكيك الموجودات من الاعيان و المنافع و الخدمات ،و يكون ذلك من خلال تقسيمها الى حصص متساوية التي يتم على اساسها اصدار الصكوك ،اضافة الى عدم جواز تصكيك الديون لغرض تداولها ؛ (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 472)
- عقد الاصدار يترتب عنه جميع آثار العقد التي يصدر على أساسها الصك ، و يكون ذلك بعد قفل باب الاكتتاب ؛
- طرفا عقد الاصدار هما مصدر الصكوك و المكتتبين فيه ، و تتحدد العلاقة بينهما في عقد الاصدار و فق نوع العقد و صفته الشرعية؛
- يجوز أن تصدر الصكوك لآجال زمنية مختلفة (قصيرة ، متوسطة ، او طويلة) (قندوز، 2022، صفحة 45) ؛

- لا يجوز ان تتضمن نشرة اصدار الصكوك على نص يؤدي الى احتمال قطع الشركة في الربح ، فإن وجد هذا البند كان شرطا باطلا ،و يصح العقد بتوزيع الأرباح بحسب رؤوس الاموال ان لم يتم الاتفاق المسبق على نسب التوزيع ، و حل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي و ليس الايراد او الغلة ، فالربح هو الزائد على رأس المال بعد التنضيض و التقويم يتم توزيعه على حملة الصكوك ؛ (بوستة و فطيمة الزهرة نوي، 2018، الصفحات 97-98)
- جواز وضع نص في نشرة الاصدار على اقتطاع نسب معينة في نهاية كل دورة اما من حصة الصكوك في الارباح في حالة و جود تنضيض دوري، او من حصصهم في الايرادات أو الغلة الموزعة تحت الحساب تسمح بوضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر رأس المال ؛
- جواز وجود نص في نشرة الاصدار يسمح بوجود طرف ثالث منفصل في شخصيته و ذمته المالية عن طرفي العقد على ان يقوم بالتبرع بدون مقابل ، بمبلغ مخصص لجبر الخسارة في حال وقوعها للمشروع التي تم اصدار الصكوك لأجله على ان يكون التزاما مستقلا عن العقد ، حيث يشير هذا الى قيامه بالوفاء بالتزاماته ليس شرطا في نفاذ العقد، بالتالي ليس لحملة الصكوك الدفع ببطلان العقد او الامتناع بالوفاء بالتزاماتهم بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء من خلال تبرعه ، بحجة ان هذا الالتزام محل اعتبار في هذا العقد.

3.3.2 الأطراف المشاركة في إصدار الصكوك

1.3.3.2 الأطراف المشاركة في إصدار الصكوك التقليدية:

تخضع عملية اصدار الصكوك الى عمليات معقدة فقد تحتاج الى خبرات كثيرة و اشراك مجموعة من الاطراف التي من الممكن أن تختلف من بلد الى آخر و من اصدار الى آخر لكنها تشترك غالبا في عملية الاصدار ، (القري م.، 2019، صفحة 45) ، و بما ان التصكيك عقد ينشئ حقوق و يترتب عنه التزامات و يطلق عليها الاطراف الاصلية الى جانب اطراف اخرى تنشأ لخدمة عملية تنفيذ العقد (سليمان ن.، 2006، صفحة 4) ، و يمكننا اقتصار أطراف اصدار الصكوك في العناصر الأساسية التالية :

1.1.3.3.2 الأطراف الاساسية في عقد اصدار الصكوك : هي الاطراف الرئيسية التي تساهم و تشارك مباشرة في عملية طرح الصكوك و تتمثل فيما يلي :

1.1.1.3.3.2 المصدر (جهة الاصدار) :

يطلق عليه أيضا المنشئ (originator) ، هو الذي يقوم باستخدام حصيلة الصكوك في الاستخدامات الشرعية و يكون ذلك لحساب مالكي الصكوك و على مسؤولياتهم ، يمكن ان يكون مصدر الصك شركة أو حكومة أو مؤسسة مالية او فرد ،كما يمكن أن ينوب عنهم في تنظيم عملية الاصدار مؤسس مالية وسيطة مقابل حصولها على أجر او عمولة معلومة و محددة في نشرة الاصدار ، و مصدر الصك هو الجهة التي تحتاج الى التمويل وتتوافر على الاصول المدرة للعائد (المرشدي، 1988، صفحة 33)، و التي تحصل عليها من خلال هاتين الطريقتين :

الطريقة الأولى :يكون من خلا تحويل الاصول القائمة او المشاريع الى سيولة نقدية ، يتم هذا من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية التي تدر مداخيل الى وحدات متساوية القيمة ، ثم تطرح في السوق المالي لجذب الأموال و هو ما يعرف بـ" التصكيك الخاص" " التصكيك المهيكل" أو " التصكيك غير المباشر"

الطريقة الثانية : عن طريق اصدار الصكوك بصيغة تمويل إسلامي في السوق الاولي، حيث تكون حصيلة الاكتتاب راس مال للمشروع المستهدف انجازه و هو ما يطلق عليه عادة بـ" التصكيك المباشر أو البسيط" (الدماغ، 2012، الصفحات 83-84).

2.1.1.3.3.2حملة الصكوك (Holders sukuk) :

يطلق عليهم كذلك بالمستثمرون و يمثلون الحائزون على وثائق الصكوك بأنواعها المختلفة التي تمثل الموجودات ، سواء كانت هذه الموجودات أعيانا أو منافع أو خليط منهما ، و يمكن ان يكون حملة الصكوك بنوكا اسلامية او حتى ربوية أو مؤسسات مالية أو حكومات أو شركات او حتى الاشخاص الطبيعيين ، فقد يتمتع هؤلاء بسيولة فائضة غير مستغلة ، الامر الذي يشجعهم على شراء الصكوك بهدف الاستثمار و تحقيق عائد مرتفع نسبيا بالنسبة لباقي الاوراق المالية مع امكانية بيعها في السوق خاصة و ان كان الاستثمار في الصكوك القابلة للتداول (النجار، 2012، صفحة 41).

3.1.1.3.3.2 الشركة ذات الغرض الخاص (SPV\SPC\SPE):

تسمى كذلك بوكيل الاصدار ،كما ان هيكل الصكوك غالبا لا يخلو من الشركة ذات الغرض الخاص و تسمى بالانجليزية Special Purpose Vehicle \ Company \ Enitity (SPV-SPC-SPE) ،باعتبارها شخصية اعتبارية ذات مسؤولية محدودة الغرض من تأسيسها هو حفظ الأصول لصالح أصحابها (حملة الصكوك)، و تلعب دور مهم في عملية اصدار الصكوك و اتخاذ جميع الاجراءات نيابة عن المصدر مقابل اجر متفق عليه في نشرة الاصدار بحيث تكون العلاقة بين المصدر و الشركة ذات الغرض الخاص على اساس عقد الوكالة بعوض (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، صفحة 52).

يشير معنى تسميتها بالغرض الخاص ، لأنها يكون لها غرض و احدا فقط ، و هو حفظ و حماية الاصول بعيدا عن الوصول اليها من قبل جهات أخرى و لها مالك واحد، تتمتع بالاستقلالية المالية و القانونية (القري م.، 2019، صفحة 51)

4.1.1.3.3.2 مدير الصكوك (Sukuk Manager):

هو الذي يتولى القيام بإدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم ، و تدار الصكوك على أساس الشركة أو المضاربة أو الوكالة و يعين لإدارتها مدير أو مضارب أو وكيل و يكون ذلك مقابل أجر (المرشدي، 1988، صفحة 34).

- **مضاربا** : يمكن ان يكون مدير الصكوك مضاربا في الحالات التي يكون فيها حق الادارة شرعا للمستثمر في حصيلة الصكوك لمشروع معين أو نشاط خاص كالمضاربة ، الامر الذ يسمح له بإدارة موجودات مملوكة لحملة الصكوك بأخذ عمولة من الربح المحقق (حسان ح.، 2009، صفحة 16).
- **وكيلا بالاستثمار** :يمكن ان يكون مدير الصكوك وكيلا بالاستثمار في الحالات التي يثبت فيها حق حملة الصكوك في الادارة كما في صكوك الاجارة و السلم و الاستصناع ، يقوم بالنيابة عنهم في ادارة الموجودات لتمولها بحصيلة الصكوك .

كما يمكن ان يتفق حملة الصكوك مع مدير الاصدار على أن يكون و كيلا عنهم بالاستثمار ، كما قد يتفقون مع الشركة المصدرة على القيام بالادراة مقابل عقد وكالة بأجر معلوم بغض النظر عن تحقيق الارباح من عدمه و يكون ذلك مستقلا عن العقد محل الاتفاق سواء كان سلما أو استصناعا ... الخ

- **شريكا مديرا** :يكون مدير الصكوك شريكا مديرا في بعض الحالات التي تخضع فيها حق الادارة لاتفاق ، كالوكالات و المشاركات في الاستثمار فتحدد شرة الاصدار طريقة الادارة و من صاحب الحق فيها ، الذي يكون على عاتقه ادارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك بزيادته في حصته من اربح أو من دونها (أمانة هيئة الفتوى و الرقابة الشرعية، 2014، صفحة 14).

5.1.1.3.3.2 محفظة التصكيك (Portfolio Asset):

هي أهم جزء الذي تدور حوله عملية التصكيك الاصلية و المساعدة ، و هي عبارة عن وعاء استثماري يضم أصولا متنوعة تم تصكيكها لصالح المصدر او المنشئ بهدف الحصول على السيولة الكافية لتمويل انشاء مشروع استثماري جديد او التوسع في مشروع قائم و تطويره و فق صيغة تمويلية اسلامية ، اذ يتم تحصيل العائد على محفظة التصكيك هذه ، و يتم ايداعها بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات المستثمرين في تواريخ استحقاقها (سليمان ن.، 2006، صفحة 5).

2.1.3.3.2 الاطراف الاخرى المساعدة في عملية التصكيك :و هم الذين يتم الاتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة و محددة في عمليات التصكيك و من أهمها:

1.2.1.3.3.2 أمين الاستثمار (Investment Trustee) :

عبارة عن مؤسسة مالية يتمثل دورها في حماية مصالح حملة الصكوك و الرقابة و الاشراف على مدير الصكوك اضافة الى مهام أخرى كالاحتفاظ بالوثائق و الضمانات و مدى التزامهم بالشروط المنظمة لهاته العملية الاستثمارية الذي تم تحديدها مسبقا حيث ان أمين الاستثمار يكون وكيلا عن حملة الصكوك ينتهي عمله بإرادة الموكلين له (حملة الصكوك) و في غالب الاحيان تتولى الشركة ذات الغرض الخاص هذا الدور ،ويكون على اساس عقد الوكالة بأجر يتم تحديده كذلك في نشرة الاصدار .

2.2.1.3.3.2 هيئة الرقابة الشرعة (Sharia Supervisory Board) :

تلعب دور مهم في عملية طرح الصكوك من خلال العمل الذي تؤديه بحيث يمثل دورها شرطا اساسيا للسماح بالتعامل بالصكوك من عدمه ، تعمل هاته الهيئة على مراعاة توفر الاحكام الشرعية في دراسة هيكلة الصكوك و مستنداتها و اطراف الاكتتاب و العقود المنظمة لها هذا من جهة ، و من جهة أخرى تقوم على مراقبة مدى التزام الجهة المصدرة للصكوك و باقي الاطراف بأحكام الشريعة الاسلامية ، ما يعزز و يزيد ثقة في المكتتبين في اتجاه تلك الشركات و المؤسسات (الشايجي و يوسف الحجي، 2005، صفحة 928)

3.2.1.3.3.2 وكالات التصنيف العالمية (International Credit Rating Agencies):

هي وكالات متخصصة يتمثل درها في تقييم مدى الجدارة الائتمانية للأوراق المالية المطروحة في الاسواق المالية و تحديد السعر العادل للورقة المصدرة كما تساعد المستثمرين على فهم المخاطر الائتمانية من خلال توفير المعلومات الكافية حول الورقة المالية التي تم طرحها و كذا تسهيل الوصول الى التمويل من خلال مساعدة الشركات و الدول في الحصول على تمويل بأسعار فائدة مناسبة بناءً على تصنيفها الائتماني و تساعد على تعزيز الشفافية في الاسواق المالية و من أهم هاته الوكالات :

- موديز (Moody´s) مقرها الرئيسي الولايات المتحدة الامريكية تأسست سنة 1909 .
- ستاندرد آند بورز (Standard & Poor´s) مقرها الرئيسي الولايات المتحدة الامريكية تأسست سنة1860 .
- فيتش (Fitch Ratings) مقرها الرئيسي الولايات المتحدة الامريكية , و المملكة المتحدة تأسست سنة 1913 .

يوجد في الوقت الراهن وكالات تصنيف اسلامية تقدم الى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية مثل الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف (IIRA) Islamic Iinternational Rating Agency .و مقرها البحرين تقوم ايضا على توفير تقييمات موثوقة للأدوات المالية الاسلامية ، و كذلك الوكالة الماليزية للتصنيف (MARC) Malaysian Rating Corporation Berhad.

كما ان تصنيفات الوقت الحالي تقتصر على انواع محددة من الصكوك و لا تشملها كلها ، و هذا راجع الى ان تصنيف الصكوك ليس بسيطا مثل السندات ، حيث تصنيفها يعتمد على العديد من العناصر من بينها صيغة العقد القائم بين اطرافه (المصدر و المكتتبين) ، لان المخاطر التي يواجهها حملة الصكوك مستمدة من طبيعة العقد نفسه ، بسبب هذا فإن التصنيف يكاد ينحصر على صكوك المرابحة و الاجارة ، اما باقي انواع الصكوك فالأمر أكثر تعقيدا بحيث هي خارج التصنيف الائتماني في الوقت الحالي (العنزي س.، 2010، الصفحات 26-27).

4.2.1.3.3.2 مستشار الطرح (Offering Adviser) :

يتمثل دوره الرئيسي في ترتيب و القيام بالترويج لطراح الاوراق المالية (الصكوك) في السوق .

5.2.1.3.3.2 المتعهد بتغطية الاكتتاب (Underwriter) :

يتمثل دوره في تقديم التعهد بأن يتم الاكتتاب في جميع الاوراق المالية المطروحة ، مع تقديمه الالتزام بتغطية الاوراق المالية التي لم يتم الاكتتاب فيها (لم يتم شراؤها) (المرشدي، 1988، صفحة 35) .

شكل رقم (2-5) :الأطراف المشاركة في إصدار الصكوك التقليدية

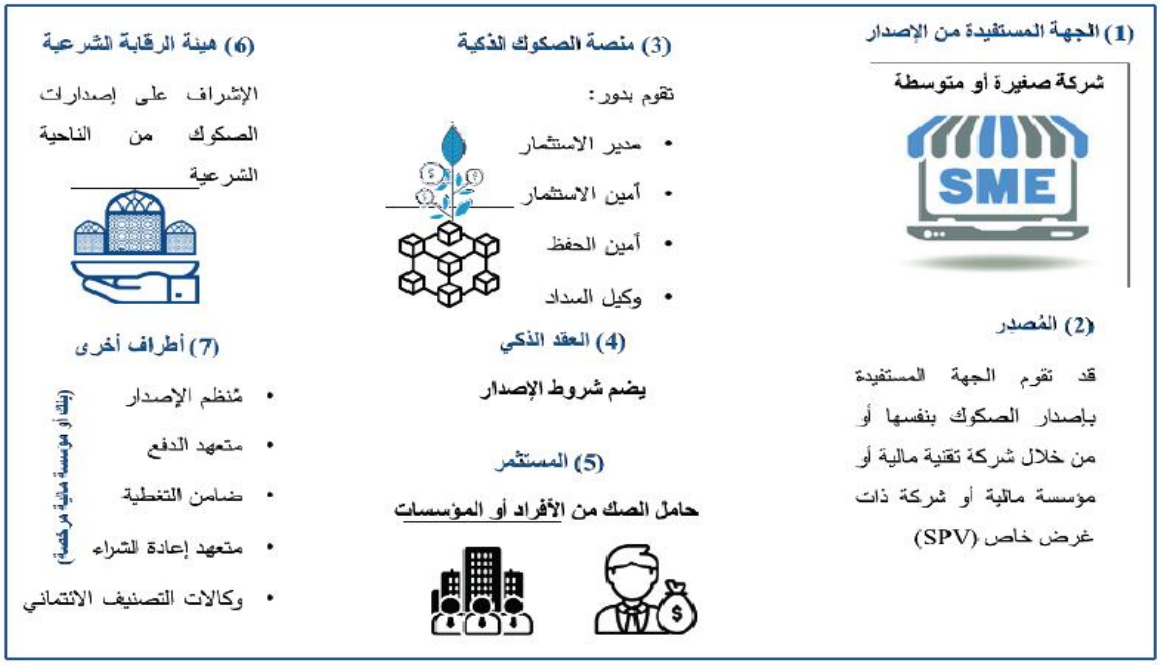


المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق.

2.3.3.2 الأطراف المشاركة اصدار الصكوك الذكية:

تتضمن عملية اصدار الصكوك الذكية توافر مجموعة من الأطراف يمكن توضيحها في الشكل التالي :

الشكل رقم(2–6): أطراف عملية اصدار الصكوك الذكية



المصدر : (خيري و أمين محمد، 2022، صفحة 87)

4.3.2 تسعير الصكوك :

يميل الاتجاه الحالي في سوق الصكوك الى تسعيرها وفق معدلات ربح متغيرة ، بحيث يتم ربط معدل الربح بالمعدل الاسلامي المتداول لدى البنوك ، كما تواجه المؤسسات المالية و المصارف مشكلة خاصة في ادارة السيولة، اذا غالبا ما لا تتطابق فترات الاقراض مع الاقتراض، مما يساهم في تآكل كبير في رأس المال، هذا ما دفع المؤسسات المالية و المصارف الى اللجوء مقايضات التدفقات النقدية (Swap)،في هذا السياق قام بنك التجارة الدولي لأول مرة بتقديم أول عملية مبادلة اسلامية سنة 2005 بماليزيا، ليتطور سوق المبادلات الاسلامية جنبا الى جنب مع سوق الصكوك. (Aillane, 2019, p. 607)

أما النظرية التقليدية للتقييم فترى أن سعر الأصل يمثل مجموع المنافع المستقبلية المخصومة الناشئة عن ذلك الأصل ، و ينطبق هذا المفهوم على تسعير الصكوك.

اذا يمكن تمثيل السعر النظري للسند ذو الكوبون $P^c(t,T)$ على النحو التالي :

$$P^c(t,T) = \sum_{u(t,T)} C(\mathrm{u}).\mathrm{P}(t,u)$$

حيث يشير $C(\mathrm{u})$ الى التدفقات النقدية(الكوبونات و الأصل) التي يتسلمها حامل السند عند الزمن(u)، $\mathrm{P}(t,u)$ تمثل عامل الخصم لمبلغ قدره 01 دولار يستحق عند الزمن t، و يمكن اعتبار السند ذا الكوبون بمثابة محفظة من السندات عديمة الكوبون (zero – coupon Bonds) اذ يتم خصم كل كوبون وفق معدل خصم صفري بعد الاخذ بعين الاعتبار أقساط المخاطر المرتبطة بالمخاطر القائمة ، و ينطبق المنهج ذاته على تسعير الأدوات المالية.

أما معدل ليبور (LIBOR) أو غيره من المؤشرات القائمة على سعر الفائدة فيستخدم بوصفه معدل خصم صفري ، و من الناحية التقنية يعد ليبور سعر فائدة مقوم بالدولار يتم على أساسه إقراض البنوك الأوروبية (Eurobanks) فيما بينها.

و يعتبر ليبور معيارا قصير الاجل لا يتجاوز استحقاقه الأقصى سنة واحدة، و بناءً على ذلك ، يصلح ليبور كمعيار للأدوات ذات العائد المتغير ، لكنه لا يناسب الأدوات طويلة الأجل ذات العائد الثابت.

أشار عدد من العلماء المسلمين البارزين في مجال التمويل الاسلامي إلى أن قياس أسعار الفائدة ليس محرما في حد ذاته ، و لكنه غير مرغوب، و مع ذلك يمكن اعتماد معيار مرجعي قائم على سعر الفائدة بصفة مؤقتة الى حين وضع معيار اسلامي بديل.

1.4.3.2تقنيات تسعير السندات :

تقوم النظرية التقليدية في تسعير السندات على نظرية تقييم السندات، تفترض هذه النظرية أن القيمة النظرية لحامل السندات التقليدية تتمثل في القيمة الحالية لتدفقات المدفوعات و المتمثلة في كوبونات الفائدة و قيمة الاسترداد الاسمية بعد عملية خصم معدل الفائدة السائد في السوق .

$$P = \frac{M}{(1+r)^N} + \sum_{t=1}^{N} \frac{C}{(1+r)^t}$$

حيث :

P : السعر السوقي للسند.

C: مبلغ مدفوعات الكوبون الدورية المحددة مسبقا.

M : مبلق دفعة الاستحقاق (القيمة الاسمية لشهادة السند)

R : معدل الخصم (العائد المطلوب في السوق وقت التسعير)

N : مدة الاصدار (عدد المدفوعات)

عند وقت الاصدار يباع السند ذو الكوبون الثابت بسعر قريب من قيمته الاسمية ، و بعد الاصدار يتم تداول السند في السوق بسعر يعكس مستوى أسعار الفائدة السائدة و درجة المخاطر المرتبطة بالسند و عادة ما ينصب الاهتمام على حساب أحد الأمرين : اما يكون السعر السوقي الذي ينبغي أن يباع به السند اذا كان المستثمر يرغب في الحصول على عائد سوقي معين، او العائد الفعلي بالنظر الى السعر الذي يتداول به السند. و تتمثل قيمة الأداة المالية في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة ،و لغرض تقييم السندات نحتاج الى تقدير التدفقات النقدية المستقبلية (من حيث الحجم و التوقيت) و خصمها بمعدل مناسب .

C : مدفوع الكوبون .

F : القيمة الاسمية .

T: مدة الاستحقاق.

R: معدل الخصم .

قيمة السند الدائم (Value of Consol)

القيمة الحالية للسند الدائم : ($PV\ of\ consol = \frac{C}{r}$)

قيمة السند صفري الكربون (Value of a Pure Discount Bond)

القيمة الحالية للسند صفري الكربون = $\frac{F}{(1+r)^T}$

2.4.3.2 الفرق بين تسعير الصكوك و تسعير السندات :

يمكن ان نلخص أهم الفروقات في التسعير بين الصكوك و السندات في الجدول التالي:

جدول رقم (2-10): الفوارق الأساسية بين تسعير الصكوك و السندات

الصكوك	السندات
تعتمد الممارسة الحالية للمؤسسات المالية الاسلامية على تسعير الصكوك سواءً كانت قائمة على دين أو على ملكية باستخدام مؤشر مرجعي لسعر الفائدة مثل سعر الفائدة المعروض بين البنوك في لندن (LIBOR) أو غيره من أسعار الفائدة، و يشمل ذلك الصكوك التي تسعر التدفقات النقدية الناتجة عنها (الأرباح، ايرادات الايجارات)لتلك الأطراف. و قد تعرضت هذه الممارسة للعديد من الانتقادات من طرف الكثير من العلماء الشرعيين ، باعتبار أن أحد المبادئ الأساسية في الشريعة الاسلامية المتمثل في تحريم الربا.	تعتمد في تسعيرها عادة على سعر فائدة مرجعي مثل (LIBOR)، و التدفقات النقدية (الفوائد الربوية+ القيمة الاسمية عند الاستحقاق)يتم خصمها باستخدام السعر المرجعي مضافا اليه علاوة المخاطر التي تعكس مخاطر السوق و الائتمان ، و يعتبر هذا الاسلوب لا يتعارض مع النظام المالي التقليدي.
عدم وجود معدل مرجعي في المالية الاسلامية يعتمد عليه كنقطة اطلاق أساسية لتحديد هيكل العائد قصير الأجل (Yield)، الذي يعتبر عنصرا جوهريا في عملية تسعير المنتجات المالية الاسلامية بما فيها الصكوك على وجه الخصوص.	أما في حالة السندات يتم استخدام سعر مرجعي يتضمن سعر فائدة خالي من المخاطر و مؤشرات الفائدة قصيرة الأجل، و هو ما يجعل عملية التسعير أكثر وضوحا و استقرارا مقارنة بتسعير الصكوك.
يستند بيان هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية(AAOIFI) الذي صدر سنة 2008 الى حقيقة أن الجهة المصدرة لم تمنح تعهد شراء للهيئة ذات الغرض الخاص (SPV) او الى أمين الحفظ . كما منع هذا البيان تثبيت سعر اعادة الشراء وفقا لصيغة محددة، يقوم هذا القرار على ان أدوات المشاركة تعد في حقيقتها أدوات قائمة على الملكية ، و من ثم فإن الشركاء في عقد المشاركة يتعين عليهم تقاسم مخاطر الربح و الخسارة وبالتالي فإن تحديد قيمة أصول المشاركة بالرجوع الى القيمة الاسمية للأدوات او بالاستناد الى العجز يعد أمرا مماثلا للربح المضمون	فيما تعلق بالسندات فالجهة المصدرة تلتزم في التعاقد بسداد الفوائد الدورية و القيمة الاسمية عند الاستحقاق و هو ما يعادل تعهد شراء بالقيمة الاسمية في الصكوك ،بالتالي فالسندات عبارة عن أدوات دين خالية من تقاسم المخاطر.
يتم العمل على تطوير محنى معدل العائد للصكوك القائمة على الملكية بالاعتماد على نماذج الاسهم مثل نموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM) أو نموذج التسعير ب المراجحة (APM). في المقابل يطور منحنى معدل العائد على الصكوك القائمة على الدين باستخدام نماذج أسعار الفائدة ، مثل النماذج الأحادية العامل، ومتعددة العوامل ، اضافة الى	في حالة السندات فإن منحنى العائد يتم بناؤه على نماذج أسعار الفائدة سواءً النماذج الاحادية أو متعددة العوامل ،أو النماذج الخالية من المراجحة.

النماذج الخالية من المراجحة .	

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Aillane, 2019, pp. 609-610)، (أرقام، 2019)

5.3.2 الفرق بين اصدارات السندات و الصكوك الاسلامية

- **السندات (تستغرق ساعات الى بضعة أيام)**



- **الصكوك (تستغرق أسابع الى بضع سنوات)**



المصدر :من اعداد البحث بالاعتماد على (BOARD, 2017, p. 22)

6.3.2 آليات التصكيك :

تكمن آليات التصكيك في طريقتين اساسيتين :

- **آلية التصكيك البسيط** : يطلق عليه ايضا التصكيك العام أو التصكيك المباشر ، إصدار الصكوك بهذه الطريقة لجمع الموارد المالية بصفة مباشرة ، توجه حصيلة الاكتتاب نحو مشروع استثماري معين ، مثل مشاريع البنية التحتية و المرافق العامة يكون هذا الطرح على اساس صيغة تمويلية إسلامية في السوق الأولي لتصبح تلك الحصيلة رأس مال المشروع المستهدف إنجازه .

- **آلية التصكيك المهيكل** : يطلق عليها أيضا التصكيك الخاص و غير المباشر ،اصدار الصكوك بهذه الطريقة تكون لغاية تحويل المشاريع أو الاصول القائمة الى سيولة نقدية ، و هذا يتم من خلال تحويل الأصول المالية و المعنوية المدرة للدخل الى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك ليتم بعده طرحها في السوق المالي للتداول و جذب الأموال.

7.3.2 مراحل عملية اصدار الصكوك

تتم عملية اصدار الصكوك وفق العديد من المراحل نذكر منها :

- **مرحلة جمع الأصول** : يقوم مالك الاصول في هذه المرحلة بتجميع ما عنده من أصول بمختلف أنواعها ، كالقروض والاعيان المؤجرة في محفظ التصكيك ، يهدف بذلك تسييلها من خلال بيعها للمستثمرين ، بعدما يتم تحويلها الى صكوك .
- **مرحلة نقل الأصول** : يكون ذلك من جهة المنشئ (originator) الى المنشأة ذات الأغراض الخاص (spv) .
- **مرحلة تصكيك الأصول** :تقوم المنشأة ذات الأغراض الخاص (spv) بالإجراءات التالية :

- اعادة تحويل و تقسيم الاصول الى وحدات بما يتوافق مع حاجات المستثمرين في المجال الاقتصادي؛
- تحويل الاصول الى صكوك متساوية القيمة لها عائد دوري ثابت ؛
- بيع الصكوك للراغبين في الاستثمار؛

- **مرحلة إطفاء الصكوك** : في هذه المرحلة يتم استرداد قيمة الصكوك من خلال الدفع الدوري من صندوق الاستهلاك ، و يتم ذلك عن طريق :

- توزيع ما تبقى في المشروع على أصحاب الصكوك مرة واحدة ؛
- تصفية المشروع ، يكون ذلك ببيع المشروع و تحويله الى سيولة او نقد ، ليأخذ كل واحد من المستثمرين في الصكوك نصيبه بقدر حقوقه . (زعيتري و زيان، 2020، صفحة 348)

4.2 تداول الصكوك الاسلامية

1.4.2 مفهوم تداول الصكوك الاسلامية :

تداول الصكوك هو بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من طرف المكتتبين .و يجب التفريق بين تملك الصكوك التي تشير الى شرائها من مصدرها عند اصدارها و بين تداولها حين تشترى من حاملها (abdulazeem, 2019, p. 7)،و عند انتقال الصك من يد الى اخرى يترتب عن ذلك انتقال جميع الحقوق المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع ورهن و إرث ، و يمكن له أن يبيع الصك بقيمته الاسمية او السوقية مع مراعاة الاحكام الشرعية الخاصة بها (الكوشلي، 2016، صفحة 29)

2.4.2 .ضوابط تداول الصكوك :

قواعد الشريعة الاسلامية لا تمنع التداول بالصكوك التي هي عبارة عن حصة شائعة في موجودات ، بل تسمح لحاملها بالتصرف فيها (البيع ،الهبة ..)، لكن هذا لا يمنع أن تخضع عملية التداول الى الضوابط الشرعية و هذا راجع أحيانا الى وجود خليط من ديون و نقود و أعيان و منافع ، الامر الذي يجعل الاختلاف في احكام التصرف في هذه الصكوك (أشرف، 2009، صفحة 92). كما تخضع الصكوك الى ضوابط مختلفة و هذا راجع الى نوع الصك . لهذا سنعرض بعض الضوابط العامة لتداول الصكوك (قندوز، 2022، الصفحات 45-46):

- يجوز تداول الصكوك و استردادها التي تم اصدارها مقابل موجودات معينة(أعيان ،منافع، خدمات و حقوق) ، فالصكوك تمثل تلك الاعيان لان التداول يشير الى تداول تلك الاعيان وهو جائز شرعا ؛
- لا يجوز تداول الصكوك التي تم اصدارها مقابل موجودات في الذمة، لأنه يشتمل على بيع ما لم يقبض؛
- لا يجوز تداول الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء الاعيان ، لأن الصكوك لاتزال نقودا يكون بيعها بيعا للنقود (إلا إذا تحققت شروط بيع الصرف كالتساوي و التقابض) ؛
- يجوز لمصدر الصك ان يتعهد في نشرة الاصدار بشراء الصكوك القابلة للتداول بعد اتمام عملية الاصدار ، بشرط ان لا يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك ؛
- يجوز تداول الصكوك بالطرق المتعارف عليها مثل القيد في السجل التجاري أو في الوسائل الالكترونية أو المناولة اذا كانت لحاملها ، على ان يكون فيه لا يخالف الشرع (هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، 2017، الصفحات 480-482)؛
- يجوز تداول ملكية موجودات مؤجرة او تم الوعد باستئجارها منذ لحظة اصدارها ، و يكون ذلك بعد تملك حملة الصكوك للموجودات و حتى نهاية أجلها ؛
- يجوز كذلك استرداد صكوك ملكية موجودات مؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق ، أو بسعر يتراضى عليه مصدر الصك و حامله حين الاسترداد ،
- يجوز تداول ملكية الموجودات المعينة قبل اعادة اجارة تلك الاعيان ، فإذا تم اعادة الاجارة يكون حينئذ الصك ممثلا للأجرة ، بالتالي تكون في ذمة المستأجر الثاني، حينها يخضع التداول الى احكام و ضوابط التصرف في الديون؛
- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة ، بشرط مراعاة أحكام التصرف في الديون .
- يجوز تداول صكوك الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل اعادة اجارة تلك الخدمات ، و من ثم يصبح دينا في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينها لأحكام و ضوابط التصرف في الديون ؛
- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة بشرط مراعاة ضوابط التصرف في الديون ؛

- يجوز تداول او استرداد صكوك الاستصناع التي تصدر لتمويل تصنيع الأصل المبيع استصناعا وبعد اغلاق باب الاكتتاب، و بدء التخصيص و تحول النقود الى اعيان مملوكة لحملة الصكوك في فترة الاستصناع، في حين اذا تم دفع حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع موازي او اذا تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يجبرها للخضوع الى احكام التصرفات في الديون ؛
- لا يجوز تداول صكوك السلم ، لأن هذا النوع من الصك يمثل أصولا مالية بالتالي هي عبارة عن ذمم مدينة (دين السلم)؛
- يجوز تداول صكوك المرابحة بعد شراء البضاعة و قبل بيعها للمشتري لأن الصكوك في هذه الفترة تمثل الاصل (الذي تم شراؤه) ، في حين تداول تلك الصكوك بعد تسليم البضاعة للمشتري فهو غير جائز لأنها تمثل دينا في ذمة المشتري ؛
- يجوز تداول صكوك المضاربة و المشاركة اضافة الى صكوك الوكالة بالاستثمار عند قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط ؛
- اذا كان حملة الصكوك هم ملاك الارض فيجوز تداول صكوك المزارعة و المساقاة عند قفل باب الاكتتاب و بدء النشاط ، في حين اذا كانوا فقط ملتزمين بالعمل (الزراعة او السقي) فلا يجوز تداول تلك الصكوك ، إلا اذا كان تداول تلك الصكوك بعد بدو صلاح الزرع و الثمر ؛
- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب و التخصيص و بدء النشاط سواء كان حملة هذه الصكوك مالكي الارض او الملتزمين بالغرس .
- جميع التداولات و العمليات للصكوك الذكية المسجلة غير قابلة للتغيير. (البنك الاسلامي للتنمية، 2023)
- يكون تداول الصكوك الذكية عبر منصة التمويل المبنية على تقنية البلوكشين؛
- انتقال ملكية الصك الذكي بشكل فوري.

جدول رقم(2–11) : الضوابط العامة لتداول الصكوك

نوع الصك	التداول	السبب
الصكوك التي أصدرت مقابل أعيان موجودة	**(جائزة)**	تمثل الصكوك تلك الأعيان ،بالتالي يكون تداول الصكوك يعبر عن إعادة بيع تلك الأعيان ، و هو جائز
الصكوك التي أصدرت مقابل موجودات موصوفة بالذمة	**(غير جائز)**	يتضمن هذا النوع على بيع ما لم يقبض
الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان	**(غير جائز)**	لأن الصكوك لازالت نقودا، فبيع هاته الصكوك هو بيع لتلك النقود(باستثناء تحقق شرط بيع الصرف كالتساوي و التقابض)
الصكوك التي استخدمت حصيلتها في شراء موجودات عينية	**(جائزة)**	مع مراعاة ان الصكوك تمثل لملكية موجودات حقيقية
عند تصفية الصكوك (بيع الأعيان)	**(غير جائز)**	تتحول كافة الذمم الى نقود(حيث يخضع التداول في هذه

ودفع مستحقات الديون، و تحصيل ما يستحقه حاملو الصكوك من الديون		الحالة لضوابط الصرف)

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (قندوز، 2022، صفحة 46)

جدول رقم(2-12): ضوابط تداول بعض أنواع الصكوك

نوع الصك	حكم التداول	السبب
صكوك ملكية الأصول المؤجرة أو الموعود باستئجارها	**(جائز)**	لأن الصكوك تمثل ملكية الأصول المؤجرة او الموعود باستئجارها لحملة الصكوك عند الاصدار
الصكوك ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة	**(جائز)**	حيث الصكوك تمثل ملكية حقيقية في منافع معلومة ، و يحرم ذلك اذا كنت تلك تمثل ديون او منافع غير محددة
صكوك الخدمات	**(جائز)**	اذا كانت صكوك الخدمات تمثل منفعة مملوكة ملكا تاما و كانت المنفعة محددة و معلومة و تستوفى من طرف معين قبل اعادة اجارة تلك الاجرة يجوز تداولها صكوك ملكية الخدمات التى لا تمثل منفعة قائمة و تمثل وعدا لتقديم خدمة في المستقبل ، تكون موصوفة في الذمة فلا يجوز تداولها
صكوك الاستصناع	**(جائز)**	اذا تحولت الصكوك التي تمثل الاصل المستصنع الى موجودات حقيقية عند قفل باب الاكتتاب يجوز تداولها اذا لم يتحول محل العقد الى مصنوع (موجودات حقيقية) فهو يعبر عن دين في الذمة، اضافة اذا قام المصنع الى تسليم المشروع الى المستصنع مقابل ثمن مؤجل فكلاهما يعبر عن التصرف في الديون .
صكوك السلم	**(غير جائز)**	لأنها تمثل أصولا مالية (دين السلم)
صكوك المرابحة	**(غير جائز)**	بعد بيع اصل المرابحة و تسليمه للمشتري لأنها تمثل دينا في ذمة المشتري تدخل في أحكام الديون فحكمها الغالب غير جائز ، إلا في حالات شراء أصل المرابحة و تداوله قبل بيعها للمشتري
صكوك المزارعة و المساقاة	**(جائز)**	اذا كان حملة الصكوك هم نفسهم مالكي الارض يجوز تداول تلك الصكوك (المزارعة ،المساقاة) عند قفل باب الاكتتاب و بدء النشاط باستغلال حصيلة تلك الصكوك في حال كان حملة الصكوك مجرد ملتزمين بالعمل في (الزراعة و السقي) فلا يجوز تداول هاته الصكوك الا بعد صلاح الزرع أو الثمر
صكوك المغارسة	**(جائز)**	سواء كان حملة الصكوك مالكي الارض او الملتزمين بالغرس يجوز

		تداول هذا النوع من الصكوك عند قفل باب الاكتتاب و بدء التخصيص و النشاط.

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (قندوز، 2022، الصفحات 48-49)

3.4.2 أهمية تداول الصكوك في تطوير الأسواق المالية الإسلامية:

اكتسبت الصكوك في السنوات الأخيرة أهمية واسعة خصوصا في العقد الأخير، الأمر الذي شجع الأسواق المالية إلى وجوب التعامل بمثل هذه الأداة المالية و مدى مساهمتها في تطوير الاسواق المالية بما فيها الاسواق المالية الاسلامية.

1.3.4.2 السوق المالي:

1.1.3.4.2 مفهومها : "الأسواق المالية هي مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل و الطالبين لها، وذلك بغية تعبئة و تسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي ،وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الإقتصادية و الاجتماعية" (سلطان، 2015، صفحة 04)

2.1.3.4.2 أنواع الأسواق المالية :

تنقسم الأسواق المالية لعدة أقسام مختلفة ،من حيث الأدوات المتداولة في السوق المالي، من حيث الإصدار والتداول من حيث مكان التداول.

شكل رقم(2-13) :أنواع الاسواق المالية

نوع التصنيف	نوع السوق المالي	مفهومها
الأدوات المتداولة	**سوق النقد**	هو السوق الذي يتم تداول فيه أدوات استثمارية قصيرة الأجل(أذونات الخزينة، أوراق تجارية شهادات الايداع)
	سوق رأس المال	هو السوق الذي يتم تداول فيه أدوات مالية طويلة الأجل و متوسطة الأجل (الاسهم ،السندات ،الصكوك)
الاصدار و التداول	**سوق أولي**	هي السوق الذي يتم فيها التعامل بأوراق مالية عند اصدارها لأول مرة .
	سوق ثانوي	هي السوق الذي يتم فيها التعامل بأوراق مالية التي قد سبق إصدارها في السوق الأولي.
مكان التداول	**المنظمة**	هي سوق تنعقد في أماكن مركزية معينة و في أوقات محددة مسبقا (منتظمة)
	غير المنظمة	تسمى أيضا بالسوق الموازية أو غير الرسمية و يكون التداول للأوراق المالية في بيوت السمسرة و البنوك التجارية ، أي يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصات التي تعبر عن السوق المنتظمة.

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مصادر مختلفة

– **مفهوم السوق المالي الاسلامي:**" سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً و شراءً لمختلف الأدوات المالية و تهدف الى تعبئة المدخرات النقدية و توجيهها نحو المشروعات المنتجة" (الدين أ.، 1995، صفحة 24)

2.3.4.2 أهمية تداول الصكوك في السوق المالي الإسلامي :

تبرز أهمية الصكوك المدرجة و المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية في النقاط التالية:

- تسمح الصكوك المتداولة في الاسواق المالية بخلق فرص استثمارية جديدة وتوجيه المدخرات الى قنوات استثمارية مختلفة و حقيقية الذي من شأنه رفع النمو و النشاط الاقتصادي؛
- تساهم الصكوك في تنويع الادوات الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية ؛
- الصكوك الاسلامي بديل شرعي للسندات التقليدية الامر يسهم في تطوير عمل المصارف الاسلامية و اندماجها في النظام المالي العالمي، و يكون ذلك من خلال تداول الصكوك في الأسواق المحلية و الدولية؛
- التوسع في خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة التوسع في اصدار الصكوك و خلق سوق ثانوي لتداول الصكوك الذي من شأنه تعظيم و توطين المدخرات إضافة الى توسيع الاستثمارات؛
- توسيع أنواع الادوات المالية الاسلامية في السوق ، التي تشمل كل من صكوك الشركات و صكوك المصارف و المؤسسات والصكوك السيادية ، مما يشير الى أشكال هذه الصكوك ؛
- زيادة نوعية و كمية حجم تداول الصكوك في الاسواق المالية سيؤدي الى الرفع من كفاءة السوق في العمق و الاتساع. (شافية، 2014، صفحة 101)

في ظل التحديات العديدة التي تواجه الصناعة المالية الاسلامية بصفة عامة ، ونتيجة لما سبق ذكره ،نستخلص أن الصكوك الاسلامية تساهم بشكل فعال في تطوير الأسواق المالية الاسلامية بفضل قدرتها على تقديم إضافات نوعية و كمية للأدوات المالية الاسلامية، كما تسهم في اضافة مؤسسات مالية جديدة تنشط و تتعامل في الأسواق الدولية.

3.3.4.2 دور الصكوك في تنشيط الاسواق المالية الاسلامية:

إن من أبرز التحديات التي تواجهها الأسواق المالي الاسلامية يتمثل في عدم وجود سوق ثانوي الذي يسمح باستيعاب فائض السيولة و كذا مدها بالسيولة عند الحاجة ، و تمويل مشروعاتها ، و لهذا الصدد تسعى المؤسسات المالية و المصارف الاسلامية الى بعث أسواق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة تستثمر فيها مواردها و مدخراتها من جهة و تستفيد من خلال إضافة الصكوك لهذه المؤسسات و إدراجها في البورصات و الاسواق المالية الدولي من جهة أخرى ،بالتالي ستسمح الصكوك بتحقيق إضافة كمية تعمل على تطوير و تفعيل رواج أنشطة سوق رأس المال الاسلامي.

تعتبر الصكوك من الأدوات المالية الفعالة في إدارة السيولة ، بالتالي فهي تمثل أداة مالية مهمة تدخل ضمن السياسات النقدية و المالية للدولة، بالتالي فتنظيم السيولة أو امتصاصها من خلال السوق الأولي أو الثانوي تسمح بتداول الصكوك، بالتالي

يساهم في تعزيز الاقبال على هذه الأداة و تداولها ما ينتج عنه تمويل مشاريع ضخمة حقيقية و يقلص من المضاربات التي تسببت في العديد من المرات في انهيار الاسواق المالية.

إن ادماج الصكوك في الاسواق المالية الاسلامية التي تتسم بكونها أكثر شمولية من الاسواق المالية التقليدية ، بفضل التنوع الادوات المالية الاسلامية من أسهم و صكوك بأنواعها المختلفة . (شيخ، 2020، الصفحات 197-198)

سمحت الصكوك بتحقيق استقرار مالي في الاسواق الدولية و الاسلامية بفضل تحقيقها لحجم اصدارات مرتفعة واتساع نشاطها لبلدن مختلفة رغم التراجع الذي عرفته السوق العالمية لسنة 2008 و هذا نتيجة لتقليل اعتمادها على أدوات الدين التقليدية و تنوع مصادر تمويلها و استنادها على أصول حقيقية.

تقوم الصكوك على الرفع من كفاءة الاسواق المالية ،و المقصود بكفاءة السوق المالي يتمثل في " مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وصولها و قلة كلفتها و مدى قدرة هذه الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة ، على أن يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواءً كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو تعاملات نفذتها الشركة، أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة"، و هنا تظهر أهمية الصكوك التي تسعى الى جعل التداول يكون بسعر عادل و عائد ملائم و تفادي الاختلافات بين كل من قيمة الورقة السوقية و الحقيقية ،و يكون ذلك من خلال توفير جميع المعلومات بصفة دقيقة، و الافصاح الشامل عن المعلومات و التزامها بالضوابط الشرعية الذي من شأنه تفادي الربا و الجهالة و الغرر و الاحتكار.

يمكن الوصول الى دراسة اثر الصكوك على كفاءة سوق رأس المال من خلال :

- **مؤشر حجم السوق**: يعتمد بدوره على مؤشرين وهما عدد الشركات المدرجة في السوق المالية حلال فترة زمنية معينة و كذا نسبة رأس مال السوق خلال نفس الفترة؛
- **مؤشر حجم التداول** :الذي يبين حجم التداول الفعلي على الصكوك المكتتب فيها ، إضافة أنه يعكس مدى سيولة السوق المالي أي مدى سهولة تحويل الصكوك و قلة تكلفة ذلك، كلما ارتفعت قيمة المؤشر فهذا يدل على إمكانية تحويل الصكوك بسهولة و بتكلفة منخفضة، هذا من شأنه تطوير و رفع كفاءة السوق المالية بصفة عامة؛
- **مؤشر معدل دوران الصكوك الاسلامية** : وهو يشير بدوره الى سيولة السوق ، وكذا الى مستوى تكاليف اتمام معاملات و الصفقات داخل السوق ،فكلما ارتفع قيمة الصكوك المتداولة أكبر من القيمة السوقية ارتفعت و تعاظمت قيمة هذا المؤشر . (بنون، 2022، الصفحات 536-543)

تنوع الصكوك الاسلامية يسمح بزيادة رسملة سوق رأس المال و عدد المتعاملين فيه، و هذا راجع الى تعدد الآجال و نوع النشاط الذي يساعد في تمكين سوق رأس المال في استقطاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين كانو يفضلون الابتعاد عن السوق بسبب عدم مراعات الضوابط الشرعية ، فالصكوك الاسلامية تقوم على العدل و حفظ الحقوق هذا ما يساهم في

ايجاد سوق مالي اسلامي مرن للمسلمين و غيرهم ،هذا ما يؤدي الى توسيع حجم اسواق رأس المال و الاسواق المالية بصفة عامة و انتعاشها. (فيجل، 2015، صفحة 152)

5.2 إصدار و تداول الصكوك الاسلامية

تمر عملية اصدار و تداول الصكوك الاسلامية بالعديد من المراحل المتكاملة، من التصميم الى الاصدار وصولا الى تداولها في الاسواق المالية ، و تتأثر هذه العملية بالعديد من العوامل تحدد مدى نجاحها .

1.5.2 مراحل عملية اصدار و تداول الصكوك

1.1.5.2 مراحل عملية اصدار و تداول الصكوك التقليدية

تقوم عملية اصدار و تداول الصكوك التقليدية على مجموعة من المراحل تكون على درجة عالية من الاتقان و الدقة ، و تمر بمجموعة من الخطوات ، و هذه الاخيرة لا تحدث دوما بنفس التسلسل فمن الممكن أن تتقدم خطوة على الأخرى و كذلك من الممكن أن تقتصر المراحل على بعض منها فقط ،و لكن في الغالب تتم مراحل عملية طرح الصكوك على النحو التالي :

1.1.1.5.2 عملية الإصدار(Issuance Process):

تمر عملية الاصدارة بعدة مراحل نذكر منها :

1.1.1.1.5.2 الهيكلة (Structure):

تقوم على إعداد تصور هيكلي و تنظيمي و القيام بدراسة الجدوى الاقتصادية و دراسة المسائل القانونية و التنظيمية و الاجرائية على المشروع الذي تم اتخاذ القرار من طرف المنشئ لتمويله عن طريق الصكوك سواء كان ذلك المشروع جديدا أو قائما و تعتبر هذه المرحلة حساسة ومن أهم الخطوات التي تتطلب دراسات واسعة و معمقة من جميع الجوانب نذكر منها ما يلي (الدين و شرياق رفيق، 2012، صفحة 245):

– الدراسة الفنية (Technical Study) :

يكون ذلك من خلال تقديم دراسة حول الهيكل الاداري و الفني لعملية طرح الصكوك ، و ما يتعلق بجميع متطلبات هذه المرحلة من خبرات و فنية و ادارية ، و الاستعانة بالاستشارات القانونية الشرعية و المالية ، و توزيع المهام بين جميع الأطراف المشاركة في هذه العملية إضافة الى تحديد الجدول الزمني لكل مرحلة من مراحل طرح الصكوك ، الذي يسمح بإعطاء تقدير للتكلفة الاجمالية اللازم لعملية التصكيك .

–الدراسة الشرعية (Sharia Study):

يكون الهدف من هاته الدراسة هو التأكد من مدى مشروعية عملية طرح الصكوك و خلو جميع الوثائق و العقود و المستندات التي سيتم التعامل بها من الشبهات و المخالفات الشرعية من خلال الاستعانة بهيئة أو مجلس شرعي متخصص في المعاملات المالية الاسلامية ، اضافة الى تحديد معايير الرقابة الشرعية القبلية و البعدية .

– الدراسة القانونية (Legal Study):

تهدف الى التأكد من أن عملية طرح الصكوك تتوافق مع القوانين و الانظمة الوضعية السائدة في البلد و معرفة الحقو الامتيازات الممنوحة لجميع الاطراف المشاركة و طرق التظلم و كذلك العمل على التقيد بالتعليمات الممنوحة من الجهة الرقابية المنظمة لهذه العملية ، و يكون هذا من دراسة واسعة يقوم بها خبير قانوني .

– الدراسة التسويقية (Marketing Study) :

تقوم على قدرة المنشئ و كذلك الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) على تسويق الصكوك من خلال العديد من العوامل مثل الجدارة الائتمانية و سمعة المنشئ في السوق ، و قوة المركز المالي للمتعهد بالتغطية ، و كذلك الى توجهات المستثمرين في الأسواق العالمية لرأس المال .

– الدراسة المالية (Financial Study) :

تقوم هذه على اجراء التقييم المالي لعملية طرح الصكوك ، و استخراج المؤشرات الربحية التي تسمح و تمكن ربحية العملية لجميع الأطراف المشاركة فيها و خاصة للمنشئ، و الشركة ذان الغرض الخاص (SPV)، من خلال استخدام أدوات التحليل المالي مثل صافي القيمة الحالية (NPV) ، و معدل العائد الداخلي (IRR). وباقي مؤشرات لتقييم الربحية.

– تقييم و معالجة مخاطر الصكوك (Assessment and Management of Sukuk Risks) :

تقوم الشركة ذان الغرض الخاص (SPV) بتقييم المخاطر التي تواجه الصكوك المتوقع اصدارها ، التي من شأنها أن تؤثر على درجة اقبال المستثمرين على الصكوك المصدرة (شركة رساميل، 2008، صفحة 38).

2.1.1.1.5.2 إصدار الصكوك (Sukuk Issuance):

تهدف هاته المرحلة الى جمع الاموال من خلال طرح الصكوك و يكون ذلك من خلال الخطوات التالية :

– تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص (Establishment of the Special Purpose Company) :

يقوم دور الشركة ذات الغرض الخاص في تمثيل حملة الصكوك بالجهات المختلفة ، و يشترط أن تتمتع هاته الشركة بالاستقلالية المالية و القانونية عن المنشئ و ان لا يكون للأخير اي سلطة عليها خاصة فيما تعلق بالبيع و الشراء او التصفية او التصرف ، و هذا حفاظا على حقوق عملاء الشركة و مراعاة مصالح المستثمرين (محيسن، 2013، صفحة 29).

– نقل ملكية الموجودات (Transfer of Asset Ownership) :

بعد مرحلة تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص يتم بيع الموجودات الممثلة للصكوك التي سيتم اصدارها من المنشئ الى الشركة ذات الغرض الخاص و يكون ذلك بثمن آجل (الى غاية جمع الاموال من حصيلة الاكتتاب في الصكوك).

مع العمل على التأكد أن الصكوك التي سيتم اصدارها في هاته المرحلة صكوك مدعومة بأصول (Asset-backed sukuk) و ليست صكوك مبنية "قائمة – مرتكزة" على الأصول (Asset-based sukuk) ،حيث يشير النوع الاول إلى بيع حقيقي للموجودات كما يسمح لحملة الصكوك ببيع الصكوك في حال تعثر المنشئ بالتصرف في الموجودات و دون الرجوع الى المنشئ ، في حين يشير النوع الثاني إلى انتقال ملكية المنفعة لا ملكية الرقبة للموجودات ، الامر الذي لا يسمح بالتصرف من طرف حملة الصكوك في تلك الموجودات في حال تعثر المنشئ مع شرط الرجوع الى المنشئ مما يجعل هذه الصكوك أشبه بالديون.

– تجزئة الموجودات (Asset Segmentation) :

تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تصنيف الموجودات وتقسيمها الى وحدات و أجزاء تتناسب و حاجات رغبات المستثمرين ، ثم تقوم بتحويلها الى صكوك لتبيعها الى المستثمرين (جاسر، 2021، صفحة 44).

– طرح الصكوك للاكتتاب وتسويقها (Sukuk Issuance and Subscription Marketing) : تهدف الى جمع الاموال من خلال طرح الصكوك سواء كان ذلك بصورة الطرح المباشر للجمهور او بيع الى المستثمر الاول الذي يمكن أن يكون بنكا او مجموع من البنوك التي تقوم بعدها بإعادة بيعها الى الجمهور الامر الذي يسمح للمنشئ بتمويل الموجودات الممثلة لتلك الصكوك (الحي، 2010، صفحة 254).

–التعهد بتغطية الاكتتاب (Pledge to cover subscriptions):

يقوم متعهد بتغطية الاصدار حيث يلتزم بموجبها هذا الاخير بتنظيم الاكتتاب فيما تبقى من الصكوك، و يلتزم بشراء الصكوك التي لم يحصل فيها الاكتتاب و يقوم ببيعها تدريجيا او يحتفظ بها، و يكون الهدف من تغطية الاكتتاب هو ضمان المقدار الضروري لشراء الموجودات و نجاح عملية اصدار و الصكوك و لا ترد المبالغ للمكتتبين (أشرف، 2009، صفحة 65).

2.1.1.5.2 ادارة محفظة الصكوك (Sukuk Portfolio Management)

بعد ما تمت عملية بيع الصكوك للمكتتبين تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإدارة المحفظة نيابة عن المستثمرين على طول مدة الاصدار ، كما تقوم (SPV) بمجموعة من المهام منها :

- العمل على ادارة الموجودات و رعايتها و استثمار ما ليس مستثمرا ؛
- تحصيل المداخيل من ارباح و عائدات الإيجارات و غيره ؛
- القيام على اصدار نشرات دورية لإعلام حملة الصكوك بآخر التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم(موجودات الصكوك)؛
- توزيع الدخل الصافي لمحفظة الصكوك على المستثمرين فيها تباعا ؛
- تقوم عند نهاية مدة الصكوك بتصفية الموجودات و توزيع ناتج التصفية على المكتتبين في الصكوك .

3.1.1.5.2 تداول الصكوك (Sukuk Trading)

في هذه المرحلة تنتقل الصكوك القابلة للتداول شرعا من يد مالكها الى شخص آخر او مجموعة من الاشخاص بصورة مباشر او من خلال و سطاء .

كما تشير ملكية الصك الى ملكية للموجودات الممثلة لذلك الصك ،اذا فإن انتقال الصك من شخص الى آخر يعني ان جميع الحقوق المقررة شرعا له من هبة و بيع و نقل ملكية او رهن هي الاخرى تنتقل من شخص لآخر (محيسن، 2013، الصفحات 27-28).

4.1.1.5.2 التصنيف الائتماني (Credit Rating)

تقوم بهذا التصنيف جهة مختصة لتحديد الجدارة الائتمانية لإدراجها في سوق التداول ان كانت من الصكوك القابلة للتداول ، في هذه المرحلة تكون محاولة لتوفير سوق تداول (ثانوية) للصكوك التي تم اصدارها عن طريق توفير آلية اعادة شرائها من المستثمرين بأسعار يعلن عنها أسبوعيا ، الامر الذي يسمح بإضفاء صفة السيولة على تلك الصكوك مما يسمح بتوفير جاذبية اكبر للمستثمرين . (الدين و شرياق رفيق، 2012، صفحة 246)

5.1.1.5.2 إطفاء الصكوك أو استردادها (Sukuk Redemption)

و يكون ذلك من خلال الخطوات التالية :

- تصفية المشروع من خلال بيعه لطرف ثالث و تحويله الى نقد و سيولة ،و يأخذ المكتتبون في الصكوك أنصبتهم من الاموال في حال الربح و تحملهم كذلك للخسارة ؛
- التقويم العادل للموجودات و أيلولتها إلى الجهة المصدرة بعد توزيع العائد المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته ؛

- تمليك الموجودات يكون بعدة صور منها الهبة او بثمن رمزي او من خلال القيمة المتبقية في مثل صكوك الاجارة المنتهية بالتمليك .

مع ضرورة التنويه الى أن عملية اطفاء الصكوك اما يكون كليا مرة واحدة في نهاية مدة الاصدار ، أو جزئيا بالتدرج على مراحل زمنية متدرجة . (الجورية، 2009، صفحة 924)

2.1.5.2 مراحل اصدار وتداول الصكوك الذكية

1.2.1.5.2 عملية اصدار الصكوك الذكية:

تمر عملية إصدار الصكوك الذكية التي تعتمد على تقنية البلوكشين على المراحل التالية (Hamza, 2020, p. 04):

- **إعلان إصدار الصكوك** : تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (spv) بالإعلان عن طرح الصكوك الذكية عبر المنصة بهدف بيعها للمستثمرين و يكون ذلك من خلال :
  - **تحميل التطبيق:** هذا ما يسمح للمستثمرين و الشركات و حتى الافراد بالاكتتاب في الصكوك الذكية بشرائها من فروع البنك بفضل تطبيق الهاتف الذكي أو عبر الخدمات المصرفية الموجودة في فضاء الانترنت(موقع البنك الالكتروني)
  - **القيمة المعادلة لرموز الصكوك:** يقصد بتعادل رموز الصكوك هو قيام الشركة ذات الغرض الخاص بتحويل رموز الصكوك الى عملة البلد المصدر و يكون ذلك من خلال المنصة في يوم المقاصة ،ثم يتم ايداع القيمة المقابلة لرموز الصكوك في حساب رمز العملة المعينة بواسطة البنك ، ويتم هذا التحويل تلقائيا "التحويل والاستلام" من خلال العقد الذكي بالاعتماد كذلك على مؤسسة التسجيل المركزية (RCI).
  - **عملية الموافقة و التسجيل** :بعد اتمام المرحلة السابقة و التأكد من صحة المعلومات، فإن العقد الذكي سيمنح الموافقة تلقائيا من خلال السجل المركزي، و بعد هذه الموافقة سيتم تسجيلها في قاعدة البيانات.
  - **تحول الصكوك المشفرة الى محافظ العملاء:** بعد الموافقة التلقائية على عملية التسجيل السابقة الذي كان من خلال السجل المركزي، يتم تحويل رموز او شيفرات الصكوك الى محافظ العملاء. (Hamza, 2020, p. 04)

2.2.1.5.2 عملية تداول الصكوك الذكية:

تمر عملية تداول الصكوك الذكية بعدة خطوات (قطار و مسرحد، 2023، صفحة 447) :

- قيام البنك بعملية تحويل طلب بيع الصكوك المشفرة بسعر و كمية معينة على نظام البلوكشين؛
- قيام الراغب في شراء الصكوك بتمرير الطلب من خلال المنصة و يجعل رمز العملة متاحا في حسابه؛
- يسمح العقد الذكي بتسوية المعاملة بطريقة تلقائية من خلال مؤسسة مقاصة و تسوية الاوراق المالية و تخزين المعاملة ضمن قاعدة بيانات الخاصة بالعقد الذكي. (Hamza, 2020, p. 05)

3.2.1.5.2 اطفاء الصكوك الذكية:

تتم عملية اطفاء الصكوك الذكية من خلال تسويتها عن طريق نظام البلوكشين ،في تاريخ الاستحقاق يتم ارسال رمز العملة في مؤسسة التسوية للأوراق المالية . (Hamza, 2020, p. 06)

2.5.2 هيكل اصدار و تداول الصكوك

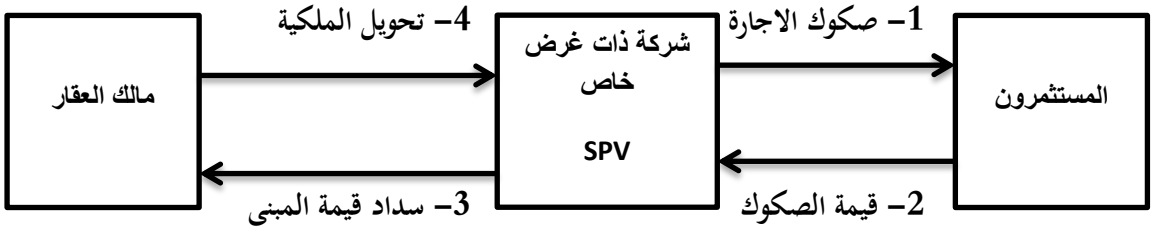
1.2.5.2 هيكل اصدار و تداول أهم أنواع الصكوك التقليدية

1.1.2.5.2 هيكل صكوك الاجارة:

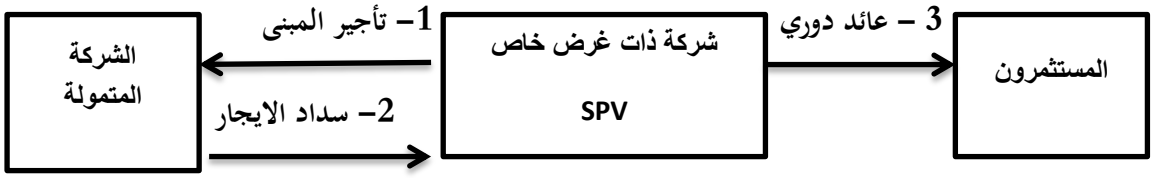
يتألف هيكل صكوك الاجارة من عدة خطوات يمكن توضيحه في طرحنا للمثال التالي (أبوبكر، 2009، الصفحات 09-10):

تسعى شركة معينة في تمويل شراء عقار من خلال اصدار صكوك اسلامية ،بعد عملية بحث وجدت هذه الشركة العقار و بعد التفاوض تم تحديد السعر النهائي للشراء ،تنشئ الشركة المتمولة (الشركة الطالبة للتمويل) شركة ذات غرض خاص(**spv**) ،تصدر هذه الاخيرة (**spv**) صكوك اجارة للمستثمرين بقيمة كلية لمبلغ شراء ذلك العقار وتحصيل قيمته ، تستخدم حصيلة تلك الاموال في سداد قيمة العقار و نقل ملكيته الى الشركة ذات الغرض الخاص (**spv**) كما هو مشار اليه في الشكل التالي :

الشكل رقم(2-7): هيكل صكوك الاجارة



تقوم بعدها الشركة ذات الغرض الخاص (**spv**)بتأجير العقار للشركة المتمولة (بوعد منها بإعادة شراء العقار من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر متفق عليه عند الشراء) ،وتحصل منها ايجارات دورية تحولها الى حملة الصكوك كعائد دوري كما هو مبين في الشكل التالي :



لتأتي في المرحلة الاخيرة الشركة المتمولة بتحقيق الوعد بشراء العقار من الشركة ذات الغرض الخاص بالسعر الذي تم الاتفاق عليه ، ثم تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسديد المبلغ لحملة الصكوك و تنقل ملكية العقار للشركة المتمولة كما هو موضح في الشكل التالي :



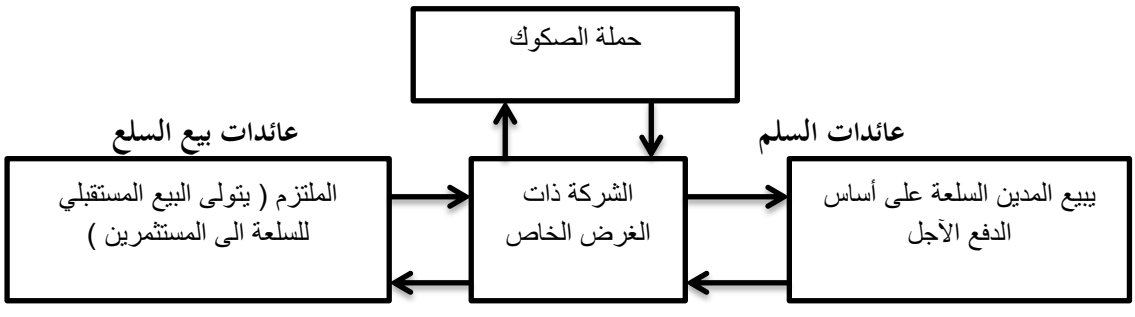
المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (أبوبكر، 2009، الصفحات 09-10)

2.1.2.5.2 هيكل صكوك السلم :

قد يقوم بنك اسلامي بدور البائع لسلعة السلم و يصدر على اساسها صكوكا لتمويل شراء هذه السلعة من السوق ، و يكون ربح حملة الصكوك في الفرق في ثمن البيع لتلك السلعة و ثمن شرائها من السوق ، و قد يكتفي البنك بدور المنظم و وكيلا للإصدار ،و مديرا للاستثمار، مقابل أجرة معلومة ، كما ان توزيع قيمة البيع على حملة الصكوك يكون بالتناسب و قد تكون النتيجة ربحا أو خسارة . (حسين ح.، 2020، صفحة 29)

من المعروف أن العديد من الدول الاسلامية تمتلك العديد من الثروات الطبيعية غير مستغلة بشكل كامل نتيجة العجز التمويلي لاستغلال تلك الثروات مثل : البترول و الحديد الفوسفات .. ، الامر الذي يدفعها الى الاقتراض من الممولين من الخارج كصندوق النقد الدولي و البنوك الاجنبية الربوية هذا يجعل من الدول الاسلامية تحت رحمة هاته المؤسسات الاجنبية و ما تفرضه من شروط تعجيزية و مذلة في بعض الحالات بالإضافة الى نتائجها السلبية على البلد و التبعية . فبيع السلم يحقق حاجة هذه الدول و المستثمر في آن واحد ،فيسمح للدول ببيع منتجاتها سلما للتعجيل بمشاريعها و تحريك قطاعها الانتاجي .

شكل رقم (2–8): هيكل صكوك السلم



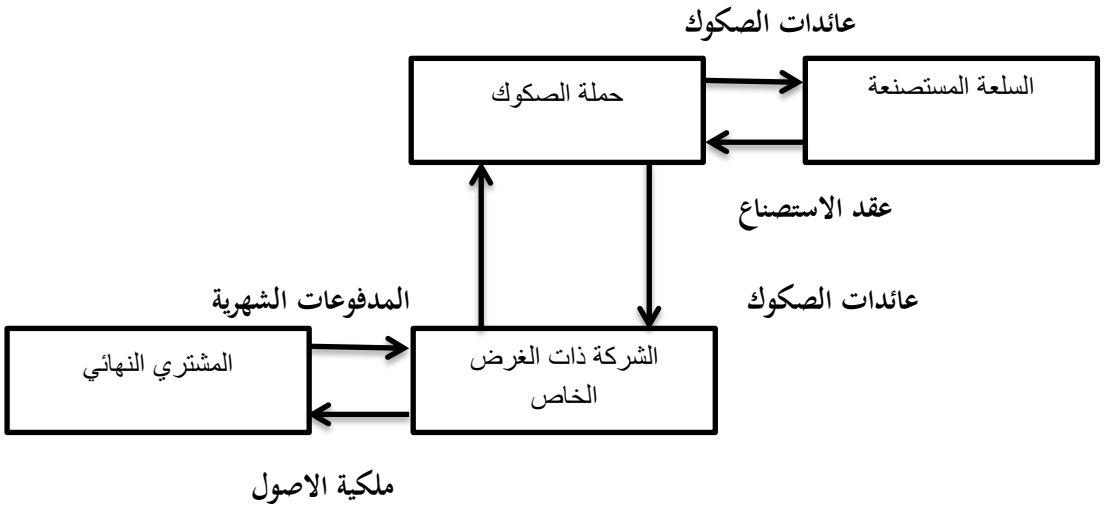
السلعة **تعهد**

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Alshamrani, 2014, p. 322)

3.1.2.5.2 هيكل صك الاستصناع:

صك الإستصناع عبارة عن اتفاق بين طرفين ، يقوم أحدها (الصانع) بصنع شئ محدد الجنس و الصفات للطرف الآخر(المستصنع) على أن تكون المواد المستخدمة في الصنع من عند الصانع ، و يكون بمقابل ثمن معين يدفعه المستصنع للصانع إما حالا أو مقسطا مؤجلا ، مثل يكون التعاقد بين الطرفان (الصانع و المستصنع)، لإستصناع مباني او جسور او انشاء محطات توليد الكهرباء ، يقوم الطرف الاول (المستصنع) بتسديد المبلغ المحدد في العقد فور انتاج انجاز المشروع او في تاريخ لاحق ، يتم الاتفاق عليه في نشرة الاصدار و عادة ما يتفق الطرف الثاني بالتعاقد مع طرف مع طرف آخر متخصص في السلعة او الانشاء موضوع التعاقد (شركة مقاولات و غيرها ...)المختصة في تنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الطرف الأول ، ويتمثل الربح بالنسبة لحملة الصكوك في الفرق بين ثمن تكلفة الاستصناع و ثمن بيعه.

شكل رقم (2–9) : هيكل صكوك الإستصناع



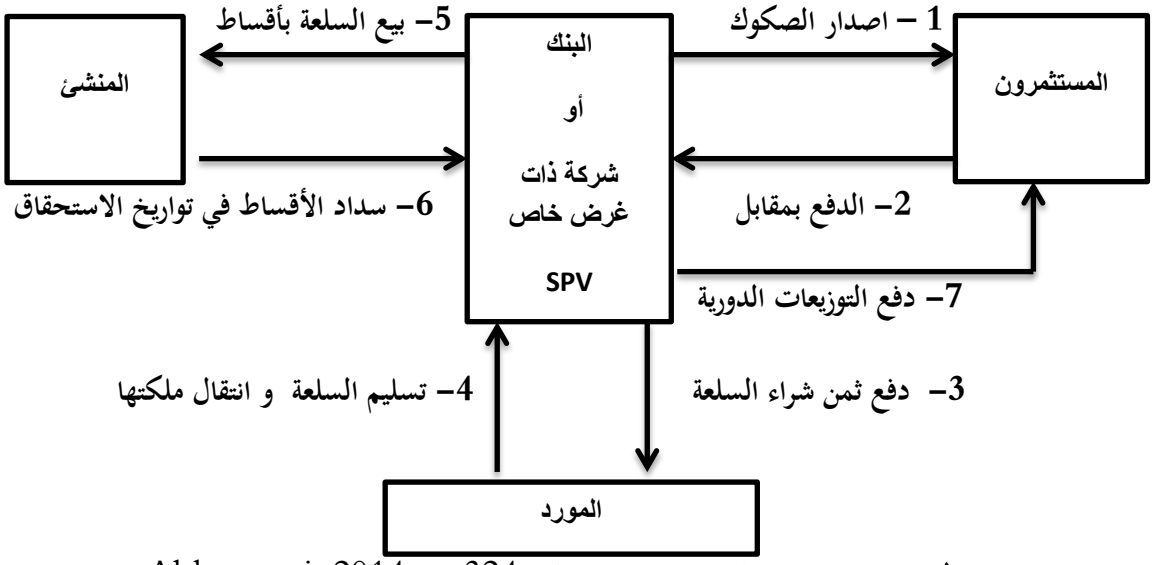
المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Alshamrani, 2014, p. 324)

4.1.2.5.2 هيكل صكوك المرابحة :

تحتاج حكومة بلد ما الى شراء معدات طبية لتزويد مستشفياتها ، لكن لا تستطيع تمويل شراء هذه الأجهزة من ميزانيتها بسبب محدودية الموارد المالية، فتلجأ الى البنوك بطلب شراء هاته الاجهزة او يتم الاصدار عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص (spv) ، مع وعد حكومي بشراء هذه الأجهزة من حملة الصكوك بعد تملكهم لها ، فيصدر البنك أو الشركة ذات الغرض الخاص مقابل أجر معين صكوكا قصد الاكتتاب فيها ، بالتالي تكون حصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء هذه الأجهزة الطبية ، كما يمكن ان

يكون لهذا البنك محفظة من صكوك المرابحة تسمح له بشراء هذه البضاعة ، ثم بعد قفل باب الاكتتاب يقوم البنك بشراء هذه الاجهزة الطبية بأسلوب المرابحة و قبضها القبض الناقل للملكية ، تصبح بذلك السلعة مملوكة لحملة الصكوك، ليقوم بعدها البنك ببيعها مرابحة بالتقسيط على الحكومة، و يكون الربح هنا في الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة نقدا و بيعها بالأجل . (العنزي س.، 2010، صفحة 70)

الشكل رقم (2–10): هيكل صكوك المرابحة

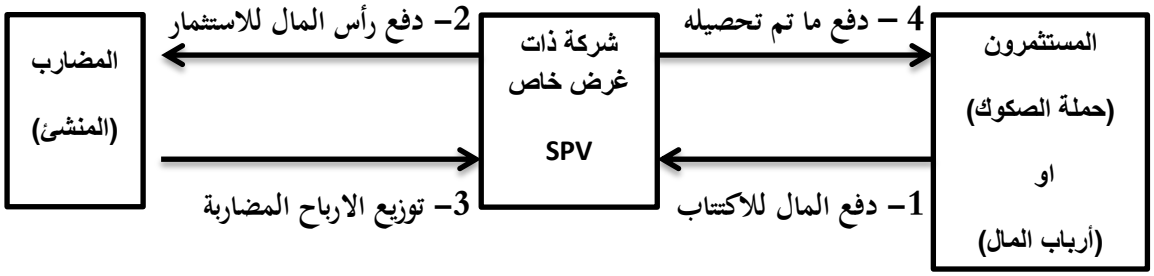


المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (Alshamrani, 2014, p. 324)

5.1.2.5.2 هيكل صكوك المضاربة :

حيث يشير هيكل صكوك المضاربة الى قيام الشركة ذات الغرض الخاص (spv) بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار و يدخل حملة الصكوك مع المنشئ في عقد مضاربة يكون فيه المصدر مضاربا في حين يكون حملة الصكوك هم أرباب المال، فيعمل المصدر (المضارب) في المال لتحقيق الربح ليقتسمه مع ارباب المال(حملة الصكوك) بناء على الاتفاق الموجود في نشرة الاصدار (القري م.، 2019، صفحة 76).

الشكل رقم (2–11): هيكل صكوك المضاربة

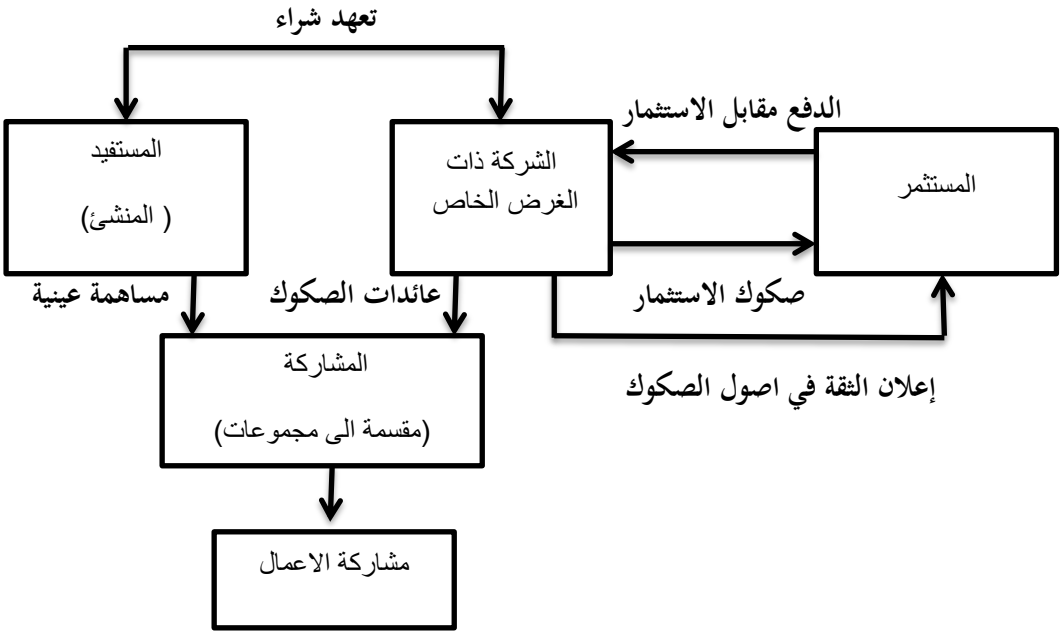


المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد (Alshamrani, 2014, p. 326)

6.1.2.5.2 هيكل صكوك المشاركة :

تقوم الشركة ذات الغرض الخاص (spv) بإصدار هذا النوع من الصكوك الذي يقوم على مبدأ المشاركة بين الجهة المصدرة لصكوك و الجهة المنشئة للمشروع ، حيث تجمع الأموال من المستثمرين لتمويل مشروع معين ، و يتقاسم الأطراف الأرباح و فق النسب المتفق عليها في نشرة الاصدار بينما توزع الخسائر بحسب مساهمة كل طرف.

شكل رقم(2-12) :هيكل صكوك المشاركة



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (Alshamrani, 2014, p. 315)

7.1.2.5.2 هيكل صكوك الوكالة :

قيام مصدر الصك بعرض نشرة اصدار يتضمن فيها عرضا للجمهور أو فئة خاصة من الناس أو بنوك أو مؤسسات مالية ، للاستثمار في حصيلة الصكوك بصفته وكيلا في مشروع استثماري محدد أو نشاط خاص أو مجموعة أنشطة يختارها الوكيل حسب المصلحة ، فإذا نال هذا العرض القبول من الفئة الراغبة في الاستثمار يكتتبون في الصكوك الصادرة لتمويل هذا المشروع أو النشاط ويتم عقد وكالة للاستثمار بين مصدر الصك (وكيل استثمار)،و المكتتبين فيه (الموكلين) ، و يجب ان تتضمن نشرة الاصدار تحديد أجر الوكيل الذي يكون مبلغا مقطوعا أو نسبة من المال المستثمر، اضافة الى تحديد مجال عمله و كذا حدود سلطاته. (حسين ح.، 2020، صفحة 160)

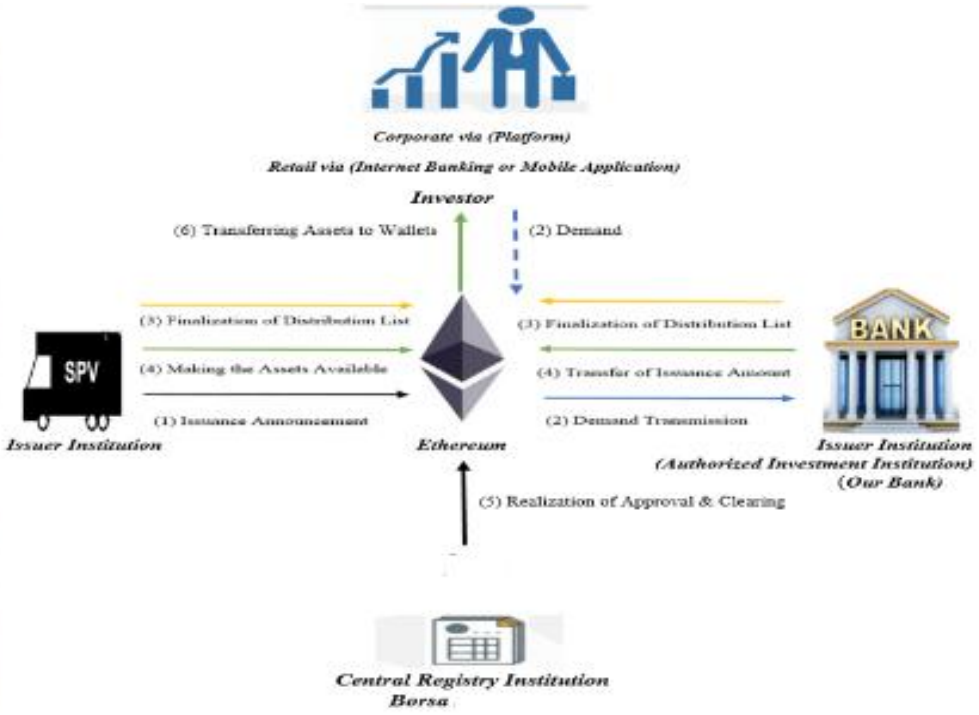
8.1.2.5.2 هيكل اصدار صكوك المزارعة:

- تقوم الجهة المصدرة للصك وهي الجهة المستفيدة من حصيلة الاكتتاب سواء كان فردا أو شركة او حكومة أو مؤسسة مالية بدراسة شاملة أو ما يعرف بالجدوى الاقتصادية لهذا المشروع المراد تصكيكه؛
- تقوم الجهة المصدرة للصك باللجوء الى جهة وسيطية تكون شركة ذات غرض خاص (spv)،تتولى العملية الموكلة لها ؛
- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص(spv)عملية طرح صكوك المزارعة و تقسيم الاصول المراد تصكيكها وفق حصص متساوية القيمة لتكون وكيلة عن حملة الصكوك في ادارتها و متابعتها و توزيع الربح عليهم ؛
- بعد اتمام عملية الاكتتاب تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها و كيلة عن حملة الصكوك في عقد مزارعة بتمويل المزارع الذي يلتزم بموجبه هذا الأخير تسليمه في آجال مستقبلية متفق عليه مسبقا؛
- تدفع الشركة ذات الغرض الخاص قيمة الأصول التي تم تصكيكها الى المزارع على شكل أقساط وفق مراحل زمنية متفق عليها مسبقا ،حيث يتساوى مجموع الاقساط المدفوعة مع القيمة النهائية للمحصول المتفق عليه؛
- يدفع المزارع باعتباره مستأجرا قيمة الايجارات أو الأقساط بصفة دورية و حسب الآجال التي تم الاتفاق عليها مع حملة الصكوك ؛
- عند انقضاء مدة الإيجارة المتفق عليه تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع المحصول حسب القيمة المتفق عليها (التكلفة + الربح) و بذلك يتم طفاء الصكوك وحصول حملة الصكوك على قيمة الاطفاء . (guidebook, sukuk, 2009, p. 41)

2.2.5.2 هيكل اصدار و تداول الصكوك الذكية

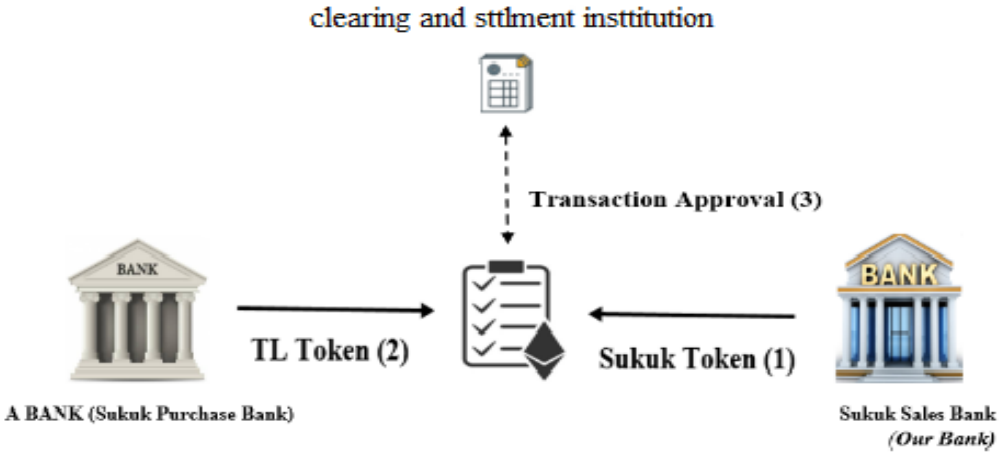
يمكن إيجاز هيكل إصدار و تداول الصكوك الذكية التي تعتمد على تقنية البلوكشين التي سبق شرحها في الاشكال التالية:

شكل رقم(2-13): هيكل اصدار الصكوك الذكية



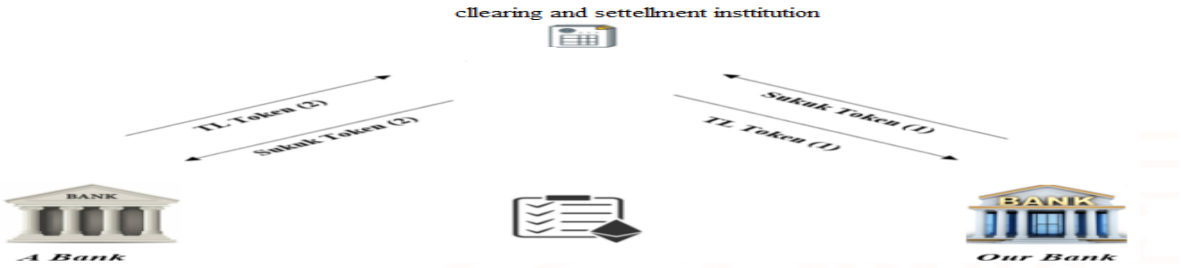
المصدر : (Hamza, 2020, p. 04)

شكل رقم (2–14): عملية تداول الصكوك الذكية



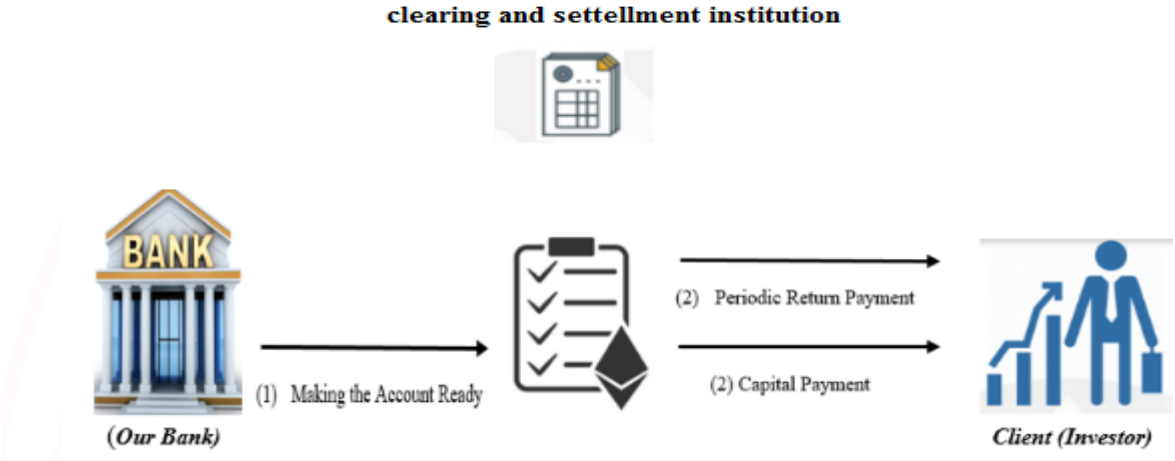
المصدر : (Hamza, 2020, p. 05)

شكل رقم (2–15):تسوية الصكوك الذكية



المصدر : (Hamza, 2020, p. 06)

الشكل رقم (2–16): إطفاء الصكوك الذكية



المصدر : (Hamza, 2020, p. 05)

3.5.2. العوامل المؤثرة في تطور اصدار وتداول الصكوك في الاسواق المالية العالمية

ساهمت مجموعة مختلفة من العوامل في تطور سوق الصكوك حيث استطاعت ان تلبي الاحتياجات التمويلية للعديد من المستثمرين الباحثين عن بدائل تمويلية للمنتجات التقليدية ،ورغم هذا الزخم إلا أن أسواق الصكوك (الأولي، الثانوي) يواجه العديد من التحديات التي أعاقت نمو و توسع أسواقها.

1.3.5.2. العوامل الداعمة لنمو سوق الصكوك

ان نمو سوق الصكوك خاصة الأولية منها ،يعكس تزايد الاهتمام بهذا النوع من المنتج المالي الاسلامي ، ويعود الفضل في توسع سوق الصكوك الذي لم يأت بالصدفة الى مجموعة من الحوافز التي تضافرت ووفرت بيئة مناسبة يمكن حصرها فيما يلي (زيتوني، 2024، صفحة 17؛؛؛28):

- ✓ **تمويل مشروعات البنية التحتية وتحسينها:** يعتبر هذا العامل من بين أبرز الاسباب المساهمة في تحفيز و توفير البيئة الملائمة لنمو سوق الصكوك ،سواء الأسواق الأولية أو الثانوية ،و لا يزال تأثيرها مستمرا .و يعود الفضل في ذلك الى ضخامة المشاريع التي أطلقتها العديد من الدول المشاركة في هذه السوق، و بشكل خاص دول مجلس التعاون الخليجي و دول آسيا ، بفضل تماشي احتياجات هذه المشاريع و خصائصها مع طبيعة الصكوك كأداة تمويلية تقوم على قاعدة الغنم و الغرم. كما أن هيكل الصكوك يحاكي الى حد كبير نماذج الشراكة بين القطاعين العام و الخاص، حيث يسهم المستثمرون في دعم و تمويل الأصول و امتلاكها.
- ✓ **الدور المحوري للمؤسسات التنموية المتعددة الأطراف:** تلعب المؤسسات التنموية المتعددة الأطراف دورا رئيسيا في دعم و تطوير سوق الصكوك الإسلامية و نذكر من بين أهم هاته الجهات "البنك الإسلامي للتنمية ،مؤسسة إدارة السيولة الاسلامية الدولية، مصرف التنمية الآسيوي "،الى جانب عدد من المنظمات الدولية مثل البنك الدولي، فضلا عن المصارف المركزية.

ساهمت هذه المؤسسات بشكل فعال في تعزيز نمو سوق الصكوك على المستو العالمي، فعلى سبيل المثال ، بلغت مساهمة كل من البنك المركزي للتنمية و مؤسسات ادارة السيولة الاسلامية الدولية نحو 15,2% من إجمالي اصدارات الصكوك حلال الربع الأول من سنة 2015، ويعود الفضل في هذا الانجاز الى المبادرات التي أطلقتها هذه المؤسسات بالتعاون مع الجهات التنظيمية المحلية ، و التي هدفت الى :

- صياغة حلول عملية تسهل الوساطة و التكامل المالي؛
- انشاء سوق صكوك منظم في الدول التي تفتقر الى مثل هذه الأسواق.

- ✓ **بلوغ تواريخ الاستحقاق و الحاجة الى إعادة التمويل:** فعلى سبيل المثال تشير التقارير أن أزيد من 10 مليارات دولار من صكوك الشركات ،سواءً الدولية أو المحلية ، قد بلغ تاريخ استحقاقها في عام 2014، في حين استحقت صكوك اضافية تجاوزت 7 مليارات دولار بحلول سنة 2015،ففي ظل تجدد حاجات تلك الشركات الى السيولة، و عجزها عن تلبية الاحتياجات عبر القنوات التمويلية التقليدية ،اتجهت العديد منها الى اصدار صكوك جديدة كخيار بديل للتمويل، فقد ساهم هذا التوجه في تنشيط سوق الصكوك بشكل ملحوظ.
- ✓ **دخول جهات فاعلة جديدة لسوق الصكوك:** شهدت اصدارات الصكوك السيادية و شبة السيادية توسعا لافتاً، لاسيما مع تنوع العملات المستخدمة في الإصدارات، في القارة الإفريقية أقدمت مجموعة من الدول على طرح اولى اصداراتها من الصكوك ، حيث قامت الحكومة السنغالية تسعير أولى اصداراتها من الصكوك السيادية بقيمة 200

مليون دولار، مما شكل دفعة مميزة و انطلاقة لعهد جديد في اسواق رأس المال بمنطقة افريقيا ،هذا بعد اصدارات سابقة قامت بها السودان و نيجيريا، و انضمت بعدها جنوب افريقيا لهذا التوجه مقدمة بذلك فرصة للمستثمرين لدحول سوق مالي متوافق مع الشريعة الاسلامية على غرار تنامي الاهتمام العالمي بهذا النوع من التمويل الاسلامي في كل من قارة آسيا و اوروبا و أمريكا ، فإن دخول هؤلاء في عالم اصدارات الصكوك من شأنه أن يعطي دفعة قوية لسوق الصكوك .

- ✓ **تنامي الطلب على الأدوات المالية الاسلامية:** تشير مجموعة من الدراسات الى تزايد الاهتمام بالمنتجات و الخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث أصبح عاملا مؤثرا في قرارات المستثمرين من مختلف الفئات، سواء من أصحاب الثروات الصغيرة أو الكبيرة، خاصة في منطقة الخليج العربي، يدفع هذا التوجه العديد منهم الى ادارة أموالهم بما يتماشى مع الضوابط الشرعية ، حيث تؤكد إحدى الدراسات أن نحو 60% من المستثمرين يفضلون الحلول الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما نجد أن الصكوك تعد واحدة من تلك الخيارات خاصة أنها تعتبر أداة استثمارية يمكن التنبؤ بعائداتها ، الامر الذي ساهم نمو سوق الصكوك .
- ✓ **إطلاق مؤشر لقياس أداء الصكوك وتأسيس صناديق للإستثمار فيها:** من بين تلك المؤشرات (داوجونز سيتي جروب) سنة 2006 ، الذي يعتبر أول مؤشر عالمي لقياس أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ، و مؤشر (SKBI) للصكوك ببورصة ناسداك بدبي و مؤشر بورة كولالمبور وغيرها من مؤشرات الصكوك، كان لظهور تلك المؤشرات أثر ايجابي و بارز جدا في ايجاد و تعزيز الثقة لدى كل من الشركات المصدرة و المستثمرين و مديري الأصول على حد سواء، باعتبارها مصدر للمعلومات القيمة التي من شأنها المساعدة في اتخاذ القرارات الصائبة المتعلقة بإصدار وتداول الصكوك ، هذا ما شكل أيضا اضافة نوعية في دعم تطوير سوق الصكوك.
- ✓ **تراجع امكانية الحصول على التمويل من المصارف** : أصبحت شروط التمويل أكثر صرامة ،هذا الأمر جعل قطاع الشركات تواجه تحديات كبيرة في تأمين الموارد المالي اللازمة لتلبية احتياجاته المتزايدة بسبب تشدد المصارف في منح التسهيلات الائتمانية خاصة بعد الازمة المالية العالمية، في ظل هذا التراجع و انخفاض حصول هذه الشركات على فرصة تمويلية من تلك المصارف ، اصبحت الصكوك الملجأ و الملاذ لتدبير السيولة اللازمة و الملائمة ، الأمر الذي انعكس ايجابا في تشجيع نمو سوق الصكوك.
- ✓ **الفوائض النفطية** : ان ارتفاع اسعار النفط يبقى من بين أحد العامل التي ساعدت في تحريك سوق الصكوك ،فالارتفاع الملحوظ لأسعار المحروقات بين سنة 2009-2014 ساهم في خلق فوائض مالية كبيرة لدى الحكومات و المؤسسات المالية الاسلامية خصوصا في منطقة الخليج العربي، هذا ما دفع تلك الجهات الى البحث بجدية عن قنوات استثمارية جديدة لتلك الفوائض ، فبرزت الصكوك كأحد الخيارات البارزة لتوظيف تلك الفوائض المالية، الذي كان يقابله سعي بعض الحكومات جعل التمويل الإسلامي أحد الخيارات الاستراتيجية لأنظمتها الاقتصادية على غرار دول الخلج و دول جنوب شرق آسيا.

- ✓ **دور التمويل المصرفي الإسلامي في دعم سوق الصكوك:** سعت المصارف الاسلامية في اطار تنويع محفظتها الاستثمارية بفضل السيولة العالية المتاحة لها إلى تنويع أدواتها الاستثمارية التي تتماشى مع الشريعة الاسلامية ، فقد أسهمت هذه الجهود في تعزيز سوق الصكوك بشكل ملموس ، حيث تشير الاحصائيات المقدمة الى أن البنوك الاسلامية ساهمت في اصدارات سوق الصكوك الأولية ما يفوق 138 مليار دولار الى غاية نهاية 2022، الأمر الذي يعكس الدور الفعال الذي تلعبه المصرفية الاسلامية في تنامي السوق المالي للصكوك.
- ✓ **البحث عن خيارات تمويلية خاصة بالنسبة لقطاع الشركات** :أكدت العديد من الدراسات أن الهدف الأساسي من اللجوء الى اصدارات الصكوك هو تنويع مصادر التمويل ، حاصة بعد ما حدث في الازمة المالية العالمية، هذا ما أعطى دفعة قوية لتطوير سوق الصكوك خاصة سوق الصكوك الأولي.
- ✓ **قوة الجاذبية الاستثمارية للصكوك** : ساهم تنامي الوعي لماهية الصكوك لدى كل من المستثمرين سواء شركات أو حكومات أو أفراد من حيث وضوح المستندات المتعلقة بعملياتها (من الاصدار الى غاية الإطفاء)، و كذا ارتفاع تصنيفاتها الائتمانية من قبل العديد من وكالات التصنيف الائتماني، هذا ما ساعد في تنامي جاذبية الصكوك و ارتفاع الطلب عليها من قبل المستثمرين المسلمين و غير المسلمين ،الامر الذي انعكس ايجابا على توسع سوق الصكوك .
- ✓ **ازدهار سوق المنتجات و الخدمات الحلال** : شهدت السنوات الأخيرة دخول العديد من الشركات العاملة في صناعة الحلال إلى أسواق رأس المال الاسلامية ،و هذا بهدف تمويل احتياجاتها التمويلية بما يتوافق و منتجاتها مثل صناعة الأغذية و التأمين الحلال الذي يتطلب بدورها تمويلا متوافقة مع أحكام الشريعة . لعبت بذلك الصكوك دورا مهما في تمويل سوق هذه المنتجات و الخدمات الحلال .

بالإضافة الى عوامل اخرى ساهمت في تطور سوق الصكوك مثل:

- الاستقرار المالي و السياسي خاصة الذي شهدته دول الخليج ما عزز تصنيفاتها الائتمانية الذي انعكس ايجابا على عوائد الصكوك و زيادة تنافسيتها؛
- الانتعاش الاقتصادي الذي عرفتها كذلك دول الخليج خاصة في مجال العقار التي تعتبر الوجهة المفضلة للصكوك لوجود أصول داعمة؛
- التحسن في توقعات الاستثمار في الاسواق الرئيسية مثل ماليزيا و الامارات العربية المتحدة ؛
- اتجاه المصدرين الأجانب الى الاسواق الناشئة لجذب السيولة بسب القلة السيولة التي خلفتها الازمة المالية العالمية و تتجلى هذا في الاصدارات الأجنبية للصكوك و ادراجها ضمن تعاملاتها في الأسواق المالية.

2.3.5.2.العوامل المؤثرة في محدودية سوق الصكوك

- ✓ **ضيق الأسواق و عدم عمقها** : يقصد بعمق السوق بصفة عامة الى وجود استمرارية في أوامر شراء و بيع فوق وتحت الأسعار السائدة في الأوراق المالية، مما يؤدي الى سهولة و سرعة العثور على أوامر شراء وبيع أعلى و أدنى من أسعار

الطلب و العرض الامر الذي بدوره يسهم في تقليص الفارق بين أسعار الطب و أسعار العرض، أما ضيق السوق فهو يشير الى وجود عدد قليل من أوامر البيع و الشراء الذي يؤدي الى محدودية التداول (عامر، 2008، صفحة 178).حيث تشير العديد من الاحصائيات أن الصكوك الاسلامية كانت حبيسة السوق الاولية ، أي خارج التداول و هذا راجع الى مجموعة من الأسباب نذكر منها (زيتوني، 2024، صفحة 34):

- **هيمنة طابع الاحتفاظ بالصكوك من قبل المستثمرين:** يفضل حاملو الصكوك الاحتفاظ به دون الحاجة الى تداوله و هذا راجع غالبا الى عدم و جود بديل لتلك الصكوك في السوق.
- **ضعف الاصدارات المدرجة في الاسواق الثانوية** : هذا راجع إلى غياب الاطر التشريعية و الفنية و التنظيمية ، فضلا عن التباين في التشريعات و التنظيمات بين الدول.

✓ **غياب البيئة القانونية الملائمة التي تحفز المستثمرين على الاستثمار في الصكوك:** ندرة القوانين و التشريعات التي من شأنها توفير وضمان الحقوق لحملة الصكوك و عدم وجود نظام قضائي فاعل و مؤهل للفصل في قضايا الصكوك التي لا تحتمل التأخير و المماطلة.

✓ **محدودية الاصدارات المتاحة و غياب البدائل التمويلية:** تبقى سوق الصكوك الاولية جد ضئيلة هذا مقارنة مع سوق التوريق التقليدي ، يرجع ذلك لعدة أساب تكمن في محدودية المؤسسات الاستثمارية و المالية في مجال اصدار الصكوك، إضافة إلى غياب آلية فعالة للتسعير تسمح بتسهيل اصدارات جديدة.

✓ **هيمنة الصيغ القائمة على الدين في اصدارات الصكوك** : الانتشار الكبير لإصدارات صكوك المرابحة خاصة في الاسواق المحلية ،و هي السوق التي تشكل الجانب الاكبر لسوق الاصدارات ،و المعروف في أحكام تداول الصكوك أن الشريعة لا تسمح بتداول الدين إلا بقيمته الاسمية الأمر الذي يمنع من تداولها وبالتالي الحد من اتساع الاسواق.

✓ **غياب وكالات تصنيف ائتماني** :تفتقر معظم الدول الاسلامية التي تمتلك أسواق مالية الى وجود وكالات تصنيف ائتماني ، الامر الذي يجبر الجهة الراغبة في الاصدار إلى اللجوء لوكالات تصنيف ائتمانية عالمية، الذي من شأنه تأخير الحصول على التمويل المطلوب في الآجال المحددة ،هذا ما يخلف ضعف في الرغبة لدخول العديد من الشركات الى سوق الصكوك .

4.5.2 الهيئات الدولية التي تلعب دور في تطوير اصدار و تداول الصكوك عالميا

يوجد العديد من الهيئات تلعب دورا مهما في الصناعة المالية الاسلامية عموما و في تطوير الصكوك خصوصا ،ما يسمح بتوسيع أسواقها محليا و دوليا ،من خلال وضع العديد من المعايير و توفير التوجيهات بالإضافة الى تعزيز الشفافية .

1.4.4.2 أهم الهيئات و المؤسسات التي تلعب دور في تطوير الصكوك:

1.1.4.4.2 مجلس الخدمات المالية الاسلامية (IFSB):

"هي عبارة عن هيئة دولية مقرها كولالمبور افتتح رسميا بتاريخ 03نوفمبر2002 وبدأ عمله في 10مارس 2003، يعمل مجلس الخدمات الاسلامية بصفته هيئة واضعة للمعايير للهيئات التنظيمية و الرقابية ،التي لها مصلحة مباشرة في ضمان سلامة استقرار صناعة الخدمات المالية الاسلامية و تطويرها ،تضم بصفة عامة قطاعات مصرفية و اسواق رأس المال ،التأمين، وتتسم أعمال مجلس الخدمات المالية الاسلامية بالحصانة و الشفافية من خلال اصدار معايير جديدة أو تكييف المعايير الدولية القائمة المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية و مبادئها " (Islamic Financial Services Board، 2024)

2.1.4.4.2 هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية(AAOIFI)

"هي عبارة عن منظمة دولية غير ربحية داعمة للمؤسسات المالية الاسلامية تأسست سنة 1991 ،و مقرها مملكة البحرين ،لها أكثر من 100معيار في مجالات المحاسبة و المراجعة و أخلاقيات العمل و الحوكمة بالإضافة إلى المعايير الشرعية التي اعتمدتها البنوك المركزية و السلطات المالية في مجموعة من الدول باعتبارها الزامية أو ارشادية، كما تحظى هذه الهيئة من المؤسسات الاعضاء التي من بينها المصارف المركزية و السلطات الرقابية و المؤسسات المالية و شركات المحاسبة و التدقيق و المكاتب القانونية من أكثر من 45 دولة، وتطبق معايير الهيئة حاليا المؤسسات المالية الاسلامية الرائدة في مختلف دول العالم ،و التي سمحت بتوفير درجة متقدمة من التجانس للممارسات المالية الاسلامية على مستوى العالم" (AAIOIFI، 2023)

3.1.4.4.2 المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية(CIBAFI)

"هو منظمة دولية تابع لمنظمة التعاون الاسلامي تأسس سنة 2001 و مقره الرئيسي مملكة البحرين، يهدف الى تطوير صناعة الخدمات المالية الاسلامية و حمايتها و دعم التعاون بين أعضاء المجلس العام و المؤسسات المالية الأخرى ذات الاهتمام و الأهداف المشتركة، و يضم أكثر من 130 مؤسسة مالية موزعة على أكثر من 30دولة حول العالم، تضم أهم الفاعلين في الاسواق المالية الاسلامية، ومؤسسات دولية متعددة الأطراف و مؤسسات و جمعيات مهنية في الصناعة و يعرف بأنه أحد المنظمات و اللبنات الرئيسية في بنية المالية الاسلامية"

هدف الهيئة:

- العمل على دعم القيمة المضافة للصيرفة الاسلامية وسياتها و النظم الرقابية؛
- القيام بدمج الابتكار و تشجيع الاستدامة؛
- دعم اصدارات البحوث و المنشورات ذات الصلة بالتمويل الاسلامي؛
- العمل على الرفع من التطوير المهني . (CIBAFI, 2023)

4.1.4.4.2 السوق المالية الاسلامية الدولية (IIFM):

"هو الاطار القانوني المنظم للسوق الذي يتم فيه تحويل و انتقال الأموال من الجهات التي لديها فوائض مالية الى الجهات التي لديها حاجة مالية ،يتعامل فيه الراغبون في الاستثمار بوسائل و أدوات مالية ذات طابع اسلامي من خلال إبرام معاملات مالية في شكل منظم و متفق عليه بين الأطراف المتعاملة ،يتعامل في الراغبون في الاستثمار بناء على وسائل و ادوات اسلامية مشروعة ووفق ما تنص عليه قواعد و قيم الشريعة الاسلامية، تساعد هذه السوق على تنمية الادخار و تشجيع الاستثمارات من أجل مصلحة الاقتصاد و النظام المالي الاسلامي "

هدفها :

- تسمح لكل مستثمر في هذا السوق بالتحوط و التنويع لتقليل من الخسائر و المخاطر و زيادة عائداته و تنويع محفظته المالية؛
- تمثل محطة مهمة لإعادة تنقية و ضخ الأموال الحلال و تمويل المشاريع المنتجة ،ما يسمح بزيادة النمو الاقتصادي؛
- العمل على تطوير العمل المصرفي الاسلامي و امداده بالظروف المناسبة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي ،مما يؤدي الى رفع مستوى الكفاءة و العدالة؛
- تشجيع الافراد على استثمار الفوائض المالية وفق صيغ اسلامية متعددة تؤمن لهم دخلا اضافيا ، كما تتيح لهم بيع ادواتهم المالية بسهولة ؛
- تساعد في جذب الاستثمارات و المدخرات سواء على المستوى المحلي او الاجنبي و اعادة توطين الاموال المهاجرة ؛
- آلية استثمارية فعالة نحو تشغيل الأصول المالية و ادارة الفوائض و احتضان الادوات المالية الاسلامية ؛
- تحقيق الاهداف التنموية و التكامل بين الدول الاسلامية من خلال توفير وعاء يستوعب السيولة المتوافرة في البلدان الاسلامية . (جودة، 2017)

5.1.4.4.2 الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف (IIRA):

"هي عبارة عن وكالة دولية أنشأت في شكل شركة مساهمة سنة 2000 بمملكة البحرين، بدأت نشاطها الفعلي سنة 2005،و تهدف هذه الوكالة الى توفير سلسلة المعايير التي تشمل مجموعة كبيرة من الأدوات المالية و خاصة الادوات المالية الاسلامية، وتعزيز الخبرة التحليلية في تلك لأسواق، وتصنيف الكيانات العامة و الخاصة، وتعزيز البنية الأساسية للسوق الاسلامية ،وتطوير النشاط المصرفي الاسلامي وتكييف منتجاته على الطلب العالمي، كما تتطلع الوكالة لأن تكون مرجعا لمختلف التصنيفات الائتمانية التي تحترم مبادئ الشريعة الاسلامية" (HARVARD BUSINESS REVIEW، 2025)

6.1.4.4.2 المركز الاسلامي الدولي للصلح و التحكيم (IICRA):

"هو مؤسسة دولية مستقلة غير ربحية، تأسست سنة 2005 بموجب اتفاقية دولية متعددة الأطراف ليكون أحد مؤسسات البنية التحتية للاقتصاد الاسلامي، يهدف هذا المركز من خلال نشاطه لتمكين كافة المتعاملين في الصناعة المالية الاسلامية سواءً كانو أشخاص طبيعيين أو معنويين من قض نزاعاتهم المالية و التجارية و المصرفية و الاستثمارية و العقارية عبر الصلح و التحكيم المؤسسي" (IICRA)

7.1.4.4.2 البنك الاسلامي للتنمية(ISDB):

"البنك الاسلامي للتنمية عبارة عن مؤسسة مالية تعمل على تعزيز التنمية الاجتماعية و الاقتصادية للناس في 57 بلد عضو و المجتمعات المسلمة في البلدان غير الاعضاء مقرها جدة بالمملكة العربية السعودية، تأسس سنة 1973 ليبدأ العمل بصفة رسمية سنة 1975، يهدف البنك إلى ان يكون بنكا انمائيا عالمي الطراز ،اسلامي المبادئ، يساهم في تغيير وجه التنمية البشرية الشاملة في العالم الاسلامي من خلال النهوض بالتنمية البشرية الشاملة و التخفيف من حدة الفقر و الارتقاء بالصحة و التعليم و تحسين الحوكمة، ويحظى البنك الاسلامي للتنمية بتصنيفه الائتماني عند(AAA) من مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية الكبرى"

يتكون البنك الاسلامي للتنمية من مجموعة من المعاهد و المؤسسات نذكر منها :

- المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب؛
- المؤسسة الاسلامية لتأمين الاستثمار و ائتمان الصادرات؛
- المؤسسة الاسلامية لتنمية القطاع الخاص؛
- المؤسسة الدولية الاسلامية لتمويل التجارة؛
- الهيئة العامة للوقف. (Islamic Development Bank)

اضافة الى وجود عدة هيئات أخرى مثل المركز الدولي لتعليم التمويل الاسلامي (INCEIF) ، الرابطة الدولية لسوق المال (ICMA)،اضافة الى المنظمات غير الحكومية ..الخ

2.4.4.2 دور هذه الهيئات الدولية في تطوير اصدار وتداول الصكوك عالميا :

انطلاقا من الاهداف و المهام المسطرة لتلك المؤسسات و الهيئات السالفة الذكر ،فإنها تعمل على تقوية البنية الاساسية للصناعة و التمويل الاسلامي بشكل عام و الصكوك بشكل خاص، سواءً من خلال إدخال و تطوير معايير دولية جديدة تضبط المعاملات و المنتجات المالية الاسلامية ،بالإضافة الى تقديم هيكلة للصكوك و توفير رقابة شرعية لإضفاء الشفافية و المصداقية في الاصدار و التداول ، وجعلها تحتل تصنيفات مرموقة في التصنيفات الدولية و العالمية ،حيث تساهم هاته الهيئات و المؤسسات في تطوير الصكوك من خلال الآليات التالية :

- **تطوير معايير مقبولة دوليا للصكوك :**

من خلال العرض السابق الذي تم التطرق له حول تطور و نمو الصكوك عالميا، استخلصنا ان صناعة الصكوك حققت زيادة متسارعة في العقود الثلاثة الاخيرة اضافة الى توسعها و امتدادها الجغرافي و عدم حصرها في الدول الاسلامية فقط بل شملت حتى الدول غير الاسلامية و دخول المؤسسات المالية الكبيرة في سوق الصكوك.

شهدت الصناعة المالية الاسلامية عموما و الصكوك بصفة خاصة مشكلات جديدة نتيجة هذا التطور الحاصل ، و يتعلق الامر بضرورة التوافق مع المعايير الدولية، هذا ما أرغم تلك الهيئات و المؤسسات الى ضرورة زيادة بذل الجهد لتطوير معايير مقبولة دوليا لصناعة التمويل الاسلامي بصفة عامة، كيفية التحوط و ادارة المخاطر، كفاية رأس المال، الحوكمة، و العمل على اقرار نظام الحقوق الذي يتوافق مع أحكام الشريعة ،على سبيل المثال فإن هيئة المعايير للمحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية تعمل على ضمان اندماج دولي كفء لصناعة الصكوك و عرض معايير مقبولة دوليا من قبل المؤسسات المالية الدولية .

- **وجود سوق مالية اسلامية :**

تبذل بعض الهيئات و المؤسسات جهودا جبارة في إيجاد فضاء و إطار تشريعي يسمح بالمساعدة على انشاء سوق مالي اسلامي لتسويق منتجاتها لاسيما الصكوك، و تأمين السيولة اللازمة لذلك، واجهت المؤسسات وغيرها التي تعمل في صناعة الادوات المالية الاسلامية العديد من التحديات و العوائق في تسويق منتجاتها و حتى في إيجاد التمويلات الضرورية لها من خلال الاسواق التقليدية، فكان لزاما إيجاد أسواق تتميز بالعمق و الاتساع حتى تجد الصكوك مجالا للتسييل ،و يتمثل دور هذه السوق في توسيع قاعدة المستثمرين في هذا المجال و تشجيعهم ، والتسعير الكفء للصكوك وتسمح بتعبئة الموارد المالية بدلا من اللجوء إلى المدخرين بصورة مباشرة إضافة إلى أن هذه السوق تسمح كذلك بالتخصيص الأمثل للموارد.

- **تعزيز وكالات التصنيف الاسلامية:**

يسمح وجود وكالات تصنيف إسلامية متعددة و القائمة على معايير تنطلق من قواعد أحكام الشريعة التي تهتم بتصنيف لتلك الشركات المصدرة للصكوك بتقوية جدارتها لتقديم التمويل لها ،هذا ما يسمح لها بحشد الموارد المالية من خلال استخدام الصكوك و توفير حاجاتها التمويلية، كما يقوم ذلك التصنيف على الجدارة الاقتصادية عوض الملاءة الائتمانية، بالتالي الكفاءة في استغلال الموارد المالية و توليد قيمة مضافة مالية، إضافة إلى الجدارة الأخلاقية التي تعبر عن مدى الالتزام بقيم الأمانة و البعد عن الفساد والسلوك النظيف ..الخ، و من بين هذه الهيئات نجد الوكالة الاسلامية للتصنيف (IIRA) التي تم التطرق لها ،التي تعمل على تعزيز البنية الاساسية للسوق المالية الاسلامية الذي يضفي الشفافية و القوة على المؤسسات المالية الاسلامية و منتجاتها التمويلية المتعددة و على رأسها الصكوك.

- **الافصاح المعلوماتي و الرقابي و التوثيق لها:**

وجود تلك الهيئات و المؤسسات يكون ضمانا للالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات الذي يسمح لها بتأسيس علاقات صحيحة و معلومة ،و ترشيدا للاستثمار و حماية للمدخر، فسوق الصكوك لا يكون منتظم الا اذا تحقق شرط الافصاح الكامل منعا للمضاربات و الاحتكار و واطلاق الاشاعات، بالتالي تحقق الشفافية في سوق تداول الصكوك الا من خلال نشر البيانات و المعلومات المالية كاملة ، فيستطيع من خلالها المستثمرون اتخاذ قراراتهم بناءً على الاوضاع الحقيقية للمؤسسات المصدرة للصكوك، بالتالي تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات و المعلومات التي تقوم بها هيئات و مؤسسات متخصصة في ذلك في تعزيز الجدية و الأمان في تداول الصكوك. (رابح و بن قايد الشيخ، 2018، الصفحات 69-70)

6.2 مراجعة الأدبيات

الدراسات السابقة :

1.6.2 دراسات باللغة العربية:

-)العمراني &محمد بن ابراهيم (2013 ,.،**التصكيك في الاسواق المالية الاسلامية حالة صكوك الاجارة .**

ركز هذا البحث على توصيف هياكل صكوك الاجارة و آليات تصكيكها، ودور الأطراف الفاعلة في ذلك، و أنواع العقود المستخدمة، و إبراز أهم تقييماتها من الناحية الاقتصادية و الشرعية، خلص البحث في نهايته أن تطوير سوق الصكوك يتطلب توافر أنظمة يجب سنها و بناء مؤسسات جديدة ، أو تطوير الانظمة القائمة بما يتوافق مع احتياجات اصدار الصكوك و تداولها حسب المعايير الشرعية المعتمدة.

- (البقمي، 2013)، **مخاطر الصكوك و آليات التحوط منها مع دراسة تطبيقية لصكوك متعثرة.**

هدفت هذه الدراسة الى تكوين رؤية واضحة حول المعالم الاساسية للصكوك بجميع أنواعها ، من خلال استعراض واقع اصدارات الصكوك في العالم ، و انواع المخاطر التي تتعرض لها ،و كيفية التحوط من تلك المخاطر، كما تناول سياق هذا البحث الى تعثر بعض اصدارات الصكوك ،و تتبع الاسباب التي أدت الى اخفاقها، و آليات اعادة هيكلتها بما يتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية ،تضمنت هذه الدراسة كذلك دراسة تطبيقية لأحد حالات التعثر التي شهدها سوق الصكوك، توصل البحث الى تنوع المخاطر التي تعترض الصكوك ،و تنوع المخاطر يعود الى اختلاف هيكل الصكوك و العقود الشرعية المبني عليها ،كما خلص البحث أيضا من خلال تتبع حالا تعثر الصكوك الى أن صكوك الشركات هم الأكثر عرضة للمخاطر و الاخفاقات مقارنة بالصكوك السيادية، اضافة الى ان المخاطر العامة التي لا يمكن تجنبها بالتنويع قد تؤدي في نهاية الطاف الى افلاس الصكوك، و أن عملية إعادة هيكلة الصكوك أكثر تقييدا من غيرها، وهذا نتيجة الى حاجتها الى التوافق مع الضوابط الشرعية.

- (ربيعة و ناصر، 2014)، **الصكوك الاسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية و مدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر.**

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة الى امكانية ان تصبح الصكوك الاسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، و الى اي مدى يمكن ان تستفيد منها الجزائر، اضافة الى وقوف الباحثان على اهم المعيقات التي تواجه اصدار الصكوك في الجزائر، خلصت الدراسة الى ما يلي:

– يوجد العديد من أنواع الصكوك يمكن اعتمادها في تمويل المشاريع التنموية ، و امكانية استفادة الجزائر منها خاصة في مرحلة ما بعد الاعتماد على الريع البترولي؛

–بيئة قانونية و تنظيمية و جبائية تحول دون اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر ،مع اشارة الباحث الى مجموعة من الحلول من خلال توصياته.

- (ممدوح، 2015)، **"متطلبات إصدار و تداول و اطفاء الصكوك الاسلامية في بيئة الأعمال المصرية"**.

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على الصكوك و تطبيقاتها الناجحة في عدد من الدول و مدى جاهزية السوق المصرية و الآليات المتبعة في عملية لإصدار و تداول و اطفاء الصكوك ، خلصت الدراسة بعد الاعتماد على تحليل التباين الى ان عملية تصكيك الاصول الاستثمارية هامة جدا للحياة الاقتصادية بشرط الالتزام بالضوابط الشرعية و الدور الذي يمكن ان تلعبه لتغطية العجز التمويلي في مصر و ضرورة تهيئة المناخ السياسي و الاقتصادي المستقر و ايجاد بنية تشريعية تسمح باستصدار و تداول و اطفاء الصكوك في مصر و عقد شراكة استراتيجية مع البنوك الاسلامية لمرافقة عملية الاصدار مع ضرورة توفير ضمانات حكومية .

●(الكوشلي، 2016)،**استراتيجية المصرف في تفعيل تداول الصكوك الاسلامية–دراسة ميدانية (بنك معاملات اندونيسيا بجاكرتا)** .

هدفت هذه الدراسة الى التعرف لكيفية تداول الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها في المصرف، تم ابراز أهم المشاكل التي تواجه تفعيل تداول الصكوك و التعرف على استراتيجية تفعيل الصكوك الاسلامية معتمدا على المنهج الوصفي التحليلي في دراسته .

توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج :

–اعتماد المصارف على تداولات الصكوك الحكومية سمح لها باستقطاب و توظيف الموارد، كما ان تداول الصكوك صغيرة الحجم لا تناسب المشروع الاستثماري؛

–غياب الثقافة الشرعية أوجدت صعوبة في تداول الصكوك في العمل المصرفي بالتوافق مع رغبة العملاء لقلة معرفتهم بخصائص تلك الصكوك ،تراجع الصكوك بسبب تذبذب "الروبية" ،اضافة الى تحدي تطوير بنية تكنولوجيا المعلومات؛

–عدم استخدام الخطط الاستراتيجية لرواج سوق الصكوك للتداول.

●(محمد و فيجل عبد الحميد، 2018)،" **المتطلبات التشريعية و التنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية اسلامية حالة سوق الاسهم السعودية و امكانية استفادة بورصة الجزائر منها"**.

أبرز الباحثان في هذه الدراسة على مختلف المتطلبات التشريعية و التنظيمية لإقامة السوق للأوراق المالية الاسلامية و تطويرها ،ومحاولة اسقاط التجربة السعودية في سوق الاسهم على الجزائر .

توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة الي ما يلي :

– سوق الاوراق المالية الاسلامية سوق منظمة يكون التعامل مضبوطة بأحكام الشريعة الاسلامية؛

–يجب ان تتوافر العديد من المتطلبات التشريعية و التنظيمية لإقامة سوق اوراق مالية اسلامية ؛

– التعاملات الاسلامية في الاسواق المالية الاسلامية أدى بالسعودية الى التميز عالميا؛

– ضرورة توفير البيئة القانونية و التنظيمية للازمة لإقامة سوق اوراق مالية اسلامية بالجزائر.

●(مصطفى، خليفة ، و لجدل، 2018)، **استخدام الصكوك الاسلامية في الاستثمار و في تمويل مشاريع التنمية.**

ركزت هذه الدراسة على دور الصكوك في تمويل المشاريع الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل في العديد من الدول الاسلامية و غير الاسلامية ،خلصت هذه الدراسة الى ان تطوير الصناعة المالية بشكل عام ليست على عاتق المؤسسات المالية الاسلامية فحسب بل يقع أيضا على عاتق الحكومات و الجامعات التي يمكنها تسهيل المهمة من خلال تعزيز أطر التعاون بين الجهات ذات الصلة، و توفير الغطاء القانوني لكيانات الاجهزة المصرفية، وتفعيل الدور الرقابي، ايجاد البيئة المناسبة لإصدار الصكوك لحشد المدخرات، و تأهيل الاسواق المالية بما يكفل نجاح سوق الصكوك الاسلامية.

●(بوستة و فطيمة الزهرة نوي، 2018)، **الضوابط الشرعية لإصدار و تداول الصكوك المالية الاسلامية بين التنظير و التطبيق .**

سلطت هذه الدراسة الضوء على توضيح مختلف الضوابط الشرعية الحاكمة لإصدار وتداول الصكوك الاسلامية، ومدى تطبيق هذه الضوابط في الواقع. خلصت هذه الدراسة الى أن ضوابط الصكوك تختلف باختلاف نوع الصك و المرحلة التي يمر بها المشروع ،و كذا طبيعة نشاط الشركة، كما أثبتت الدراسة الى وجود العديد من التجاوزات لضوابط اصدار و تداول الصكوك مما قد يبطل شرعيتها .

●(أمين و معتوق، 2019)، **تقييم تجربة اصدار الصكوك في العالم دراسة مقارنة بين المملكة العربية السعودية و ماليزيا.**

سعى هذا البحث الى اماطة اللثام عن اصدار الصكوك في العالم و وضع مقارنة بين كل من ماليزيا و السعودية بغية ترسيم لمرحلة مستقبلية لإصدار الصكوك ،اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي، توصل البحث الى جملة من النتائج أهمها أن أداء الصكوك الاسلامية في السوق المالية مقبول الى حد ما و هذا ما أثبتته الدراسة القياسية المستخدمة

في هذه الدراسة لكن هذا الأداء لا يرقى لتطلعات العالم الاسلامي و لا لمستوى امكانياته ،و تراجع حجم اصداراتها لسنة 2013 و انتهى البحث على جملة من التوصيات التي كان من اهمها ضرورة ادراج تداول الصكوك المالية الاسلامية في سوق الاوراق المالية الاسلامية و العالمية الذي يسمح بزيادة تطوير التعامل في هذه السوق.

- (الطيب و محلق، 2020)، **مساهمة مجلس التعاون لدول الخليج العربية في إصدار الصكوك الإسلامية محليا و عالميا .**

سلطت هذه الورقة البحثية دراستها على مساهمة دول مجلس التعاون الخليجي في اصدارات مختلف الصكوك الاسلامية على الصعيد الدولي و المحلي ،توصلت الدراسة أن اصدارات الصكوك المحلية لمجلس التعاون الخليجي احتلت المرتبة الثانية عالميا و في المرتبة الأولى من حيث اصدارات الصكوك الدولية، كما احتلت السعودية على الصعيد المحلي المرتبة الاولى من حيث اصدارات الصكوك المحلية وجاءت الامارات في المرتبة الاولى في اصدار الصكوك الدولية .

- (الشاطر و عمر عبد الرحيم ، 2020)،**واقع التمويل الاسلامي في اليابان" الصكوك نموذجا".**

هدف البحث تبيان واقع و فرص و تحديات التمويل الاسلامي في اليابان، و الى اصدارات الصكوك الذي تم خارج البلاد لكن من قبل مؤسسات يابانية مالية عريقة، الذي أعقبه ادخال تعديلات قانونية لتسهيل اصدارات الصكوك و جذب المستثمرين الراغبين بالتعامل وفق أحكام الشريعة الاسلامية داخل اليابان، رغم هذا لم تنجح هذه الخطوات في تطوير التجربة بشكل مناسب، لهذا ركز البحث عن الاسباب التي واجهت هذه التجربة و رصد الفرص و التحديات و معرفة الاسباب لإزالة العوائق، تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي التحليلي، توصل البحث الى وجود ضعف في متطلبات انجاح التجربة داخل اليابان مثل قلة تأثير الجالية المسلمة، ضعف الثقافة الشرعية، و ندرة الكفاءات في مجال التمويل الاسلامي هناك، و ضعف تنافسية الصكوك مقارنة بالمنتجات التقليدية و خاصة السندات، ويجب حصول تعاون مشترك بين الدول الاسلامية و اليابان في هذا الشأن، خاصة مع اهتمام اليابان لتنويع مصادر تمويلها لمشاريعها المختلفة، و رغبتها في تطوير و توطيد علاقاتها مع الدول الاسلامية.

- (زردالي و بن جدو، 2021)،**الصكوك الذكية الخضراء باستخدام تكنولوجيا البلوك تشين .**

قامت هذه الدراسة بالتعريف الاطار النظري للصكوك الخضراء و استخدامها عن طريق تقنية البلوك تشين و العقود الذكية و ابراز العمل التنموي لتداول الصكوك الذكية الخضراء، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، توصلت الدراسة أن الصكوك الخضراء الذكية ماهية الا اداة يتم استخدامها عن طريق تكنولوجيا البلوك تشين التي تسمح بخفض التكاليف و اضفاء الشفافية و ربح الوقت في عملية التمويل و تسهيل الرقابة عليها

- (حشيش و شعيب، 2021)،**آليات إدماج الصكوك الاسلامية في بورصة الجزائر في ظل التحديات التي تواجهها.**

هدف هذا البحث الى التعرف على الصكوك الاسلامية و أهم التحديات التي توجهها مع ابراز الحلول المقترحة لذلك، و من بين أهم النتائج التي توصلت اليها هذا البحث :

– أصبحت الصكوك الاسلامية من بين أحد أهم الأدوات التمويلية التي يعول عليها في جلب المدخرات؛

–تنوع اصدارات الصكوك بحسب الحاجات التمويلية ورغبات المستثمرين في توظيف أموالهم؛

– تعترض الصكوك الاسلامية في الجزائر عوائق قانونية و مالية و تنظيمية، لذلك يجب وضع تعديلات في هذه العناصر الضرورية من أجل إدراج الصكوك كنوع من القيم المنقولة.

- (ملاك و بوخاري، 2021)، **تفعيل التعامل بالصكوك الاسلامية في الجزائر في ظل نظام الصيرفة الاسلامية.**

هدفت هذه الدراسة الى امكانية تفعيل التعامل بالصكوك الاسلامية في الجزائر بعد صدور النظام 20-02 الصادر بتاريخ 24مارس 2020 المتعلق بالصيرفة الاسلامية في الجزائر، خلصت الدراسة الى وجوب تفعيل التعامل بالصكوك الاسلامية يتطلب قانون خاص بها مع ضرورة توفير الاطر القانونية و التشريعية لإستيعابها مع احترام الضوابط الشرعية و الاقتصادية ،كما يسمح ادراج الصكوك في القانون الجزائري من شأنه دعم مختلف القطاعات الزراعية و الصناعية و الخدمية و النهوض بالتنمية الاقتصادية، يسمح اصدار الصكوك القابلة للتداول من شأنه تحفيز و تنشيط بورصة الجزائر.

- (فلامي و أوكيل، 2022)، " **متطلبات اعتماد الصكوك الاسلامية في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية**".

استهل الباحثان دراستهم في ابراز أهم المتطلبات القانونية و الثقافية الواجب توفرها في الجزائر بهدف توفير البيئة المناسبة لإصدار الصكوك الاسلامية ،كما تطرقا الباحثان الى التجربة الماليزية الرائدة في اصدارات سوق الصكوك .

توصلت الدراسة الى أهمية و دور الصكوك الاسلامية في تمويل الاقتصاد ،ويبرز ذلك من خلال :

– قدرتها و فعاليتها في تعبئة المدخرات و توجيهها للاستثمارات الحقيقية؛

–تنوع صيغ اصدار الصكوك ما يعطيها مرونة جيدة لاستخدامها في مختلف الاحتياجات حسب خصوصية كل قطاع؛

– برهنت التجربة الماليزية في قدرتها و نجاحها في تمويل احتياجات اقتصادها و هذا انطلاق من توفير كافة الوسائل التي تتيح الجو المناسب لدعم اصدارات الصكوك؛

– يعتبر غياب الاطار القانوني و التنظيمي السبب الرئيسي لتأخر اصدار الصكوك في الجزائر.

- (ساجي، 2022)،**آليات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في سوق الأوراق المالية.**

سلط هذا البحث الضوء على الصكوك الاسلامية و آليات إدراجها في سوق الأوراق المالية و التحديات التي تواجهها في الجزائر، خلصت الدراسة الى وجود العديد من المعوقات تقف امام اصدار و تداول الصكوك في بورصة الجزائر منها المعوقات القانونية و المتمثلة في قانون النقد و القرض و القانون التجاري و الجبائي و على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر (بورصة الجزائر) برفض ادراج الصكوك الاسلامية وكذا وجود معوقات تنظيمية ومعوقات أخرى متعلقة بالاطار

الاقتصادي و الثقافي كضيق نطاق الأسواق بسبب قلة التداول بالأدوات المالية الإسلامية وقلة التداول في البورصة بسبب غياب ثقافة التداول بها ،وعدم انفتاح بورصة الجزائر على الخارج .

- (سليمان، الحلبي، و سامح عبد المقصود ، 2022)،**تأثير المحددات الاقتصادية على اصدار الصكوك الاسلامية.**

حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على قياس أثر المحددات الاقتصادية و المتمثلة في الانفتاح التجاري، معدل التضخم، أسعار الصرف، حجم الاقتصاد و حجم النظام المصرفي و كذا مرحلة تطور الدولة ، بالإضافة الى دراسة أثر مؤشرات الحوكمة المؤسسية على قيم اصدار الصكوك. و كذلك دراسة أثر مؤشر الثقافة من خلال نموذج هوفيستد على تطور اصدار الصكوك، اعتمدت هذه الدراسة على بيانات 277مؤسسة مالية وجهات حكومية تقع في مجلس التعاون الخليجي بالإضافة الى ماليزيا و تركيا باستخدام نموذج الانحدار. توصلت الدراسة الى أن حجم الاقتصاد بالإضافة الى معدل التضخم و حجم النظام المصرفي و كذلك مرحلة تطور الدولة لهم تأثير إيجابي على نمو سوق الصكوك، كما توصلت هذه الدراسة العدم وجود علاقة معنوية بين اسعار الصرف و اصدار الصكوك ،و كذا وجود علاقة ايجابية بين اصدار الصكوك و بين مقياس سيادة القانون و متغيرات حوكمة الدول مؤشر الثقافة، في ختام الدراسة اشار البحث الى جملة من التوصيات أهمها ضرورة اهتمام الدول الراغبة في اصدارات الصكوك العمل على تدعيم ثقافة التخطيط المستقبلي طويل الأجل وتقليل ثقافة عدم اليقين من أجل جذب أكبر عدد من المستثمرين في مجال الصكوك الاسلامية.

- (بنون، 2022)،**دور الصكوك الاسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في السوق المالية.**

سعت هذه الدراسة إلى إبراز دور الصكوك في دعم استقرار السوق المالية ، خلصت نهاية الدراسة الى أن للصكوك دور مهم في تطوير السوق المالي من خلال مساهمتها في تحسين كفاءة السوق من خلال زياد عدد الشركات المدرجة فيه، وزيادة رسملة السوق، الى جانب توفير الأمان و العدالة في السوق من خلال التزامها بالشفافية و الاخلاقية المستمدة من أحكام الشريعة الاسلامية، كخلاصة جوهرية توصلت لها هذه الدراسة كذلك أن للصكوك دور مهم في في تدعيم الاستقرار المالي في السوق المالي، ولها تأثير ايجابي على المؤشرات العامة للسوق المالي، رغم ذلك تبقى الصكوك تحتاج الى تطوير حتى تكون قادرة لتلبية متطلبات السوق المالي، و تطوير الصكوك حتى تكون قادرة على مواجهة التحديات و المخاطر التي تعترضها .

- (باشا، 2022)، **واقع الصكوك الاسلامية كآلية تمويل حديثة على ضوء التجارب العربية–تجربة السودان و الامارات.**

وضعت هذه الورقة البحثية الضوء على واقع الصكوك الاسلامية في الدول العربية و تبيان الجوانب الايجابية لهذه التجارب و دورها في النهوض بالتنمية الاقتصادية ،تم الاعتماد على المنهج الوصفي و التحليلي ،توصلت هذه الدراسة الى ان واقع

الاصدار العالمي للصكوك الاسلامية في تزايد مستمر مما يوحي أن التمويل الاسلامي في أوج انتشاره، و نجاح التجربة السودانية و الاماراتية مما يستوجب على الجزائر النظر في هذه الاستراتيجية المتبعة في اصدار الصكوك و اعتمادها.

- (نشاشدة، 2022)،**تجارب عربية و دولية عن تطور استخدام الصكوك السيادية** .

سلطت هذه الدراسة الضوء على الصكوك الاسلامية بصفة عامة و على الصكوك السيادية بصفة خاصة ، باعتبارها أداة فعالة في يد البنك المركزي يسمح له بإدارة السيولة النقدية داخل الاقتصاد و استخدامها كأداة من أدوات السياسة النقدية، كما تسمح بتخفيف العجز الموازني من خلال تمويل مشاريعها بعيدا عن التمويل التقليدي، اضافة انها ورقة مالية تسمح بتوسيع قاعدة التداول في الاسواق المالية ،خلصت الدراسة ان التجربة السودانية من التجارب العربية الرائدة في الصكوك السيادية بفضل تحقيقها نتائج ايجابية باهرة في تمويل مشاريع ذات النفع العام رغم هذا فإصدارات الصكوك السيادية اقتصرت على صكوك المشاركة و صكوك الاجارة و صكوك المضاربة .

- (حوات و ضويفي، 2023)، **متطلبات التوجه نحو اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر** .

اعتمد الباحثين في هذا الموضوع الى تبيان الاهمية التي تلعبها الصكوك الاسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية من خلال تقديم استبيان تم توزيعه على مجموعة من الباحثين و الفاعلين في مجال التمويل الاسلامي فخلصت هذه الدراسة الى وجود معوقات عديدة لاستصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر و عدم وجود بنوك اسلامية معترف بها و غياب اطار قانوني و تشريعي ينظم اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر .

- (بوساحة، فيلالي، و شاني، 2023)، **واقع الصكوك الاسلامية في ماليزيا و آفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها**.

هدف البحث إلى التعرف على واقع الصكوك الاسلامية في ماليزيا باعتبارها تجربة رائدة، و الكشف عن آفاق السوق المالي الجزائري و امكانية استفادت الجزائر من التجربة الماليزية، تبين من خلال الدراسة الممتدة بين سنة 2010-2020 ان سوق الصكوك المالية الاسلامية الماليزية هي سوق ناجح بامتياز لأنها سوق منضبطة بكل المعايير الشرعية و المالية و غيرها مما تساعد في عملية التصكيك، غياب الاطار القانوني و التشريعي أدى إلى تخلف السوق المالي الجزائري ،غياب البيئة القانونية و التشريعية لإصدار الصكوك في الجزائر و عدم توافر العامل البشري المتخصص يؤثر بشكل مباشر في الصناعة المالية الاسلامية، كما يمكن للسوق المالي الاسلامي الجزائري تبني التعامل بالصكوك اعتمادا على التجربة الماليزية بشرط توفر كل الظروف الملائمة لذلك.

- (زيتوني، 2024)، **سوق الصكوك الاسلامية بين دوافع النمو و عوامل المحدودية.**

اهتم هذا البحث اساسا بقراءة في العوامل التي هيأت أسباب النمو الذي شهده سوق الصكوك الاسلامية و البحث في الدواعي التي تحول دون تعاظم حجم و اتساع تداولها ،عرض هذا البحث مجموعة من الاحصائيات لواقع سوق الصكوك الولية و الثانوية خلال الفترة 2001-2022 بالاعتماد على المنهج الوصفي و الاستقرائي، انتهت هذه الدراسة الى حقيقة تزاحم عدة عوامل محفزة لنمو و اتساع السوق الاولية رغم هذا بقي ضعيفا للغاية مقارنة بنظيرتها التقليدية ،أما فيما تعلق بالسوق الثانوي فهو أقل حركية و فعالية بالسوق الأولي وهذا يعود الى نمط الاصدارات القائمة على صيغ الدين ،بالإضافة الى سيطرة و تسلط الاحتفاظ بالصكوك من قبل المستثمرين ومحدودية الاصدارات المدرجة في التداولات.

- (موساوي، 2024)،**تطبيقات تقنية البلوك تشين في الصناعة المالية الاسلامية "دراسة حالة الصكوك الذكية".**

قامت هذه الدراسة على ابراز دور تقنية البلوك تشين في تطوير الصناعة المالية الاسلامية من خلال دراسة حالة الصكوك الذكية، وركزت على أداء هذه التقنية في تطوير الاسواق المالية و نمو الصناعة المالية ، و هذا من خلال الاستناد على التجربة الاندونيسية الناجحة في اصدار الصكوك الذكية للتمويل الاصغر ، بالاعتماد على التعاون بين شركتين و هما : (BMT Bina Ummah & Blossom Finance) ،و ما حققته الصكوك الذكية من نجاحات و الدور الذي لعبته في تطوير هذا القطاع ،خلصت الدراسة في مدى مساهمة تقنية البلوكشين في تسهيل عملية التحقق من صحة الصكوك الذكية ، كما أنها تسهم هذه التقنية من التقليل من التكاليف المرتبطة بإدارة الصكوك الذكية و زيادة الثقة و الشفافية في المنتجات الاسلامية بشكل عام.

- (دوابة، 2024) ، **نحو تصور مقترح لحوكمة الصكوك الاسلامية.**

هدف الباحث في هذه الدراسة الى وضع تصور ومقترح لحوكمة الصكوك لكون الحوكمة عنصر هام تتفق معه أحكام الشريعة الاسلامية ومقاصدها ،خلص الباحث أن حوكمة الصكوك هي عبارة وجود نظام يحكم العلاقات بين الأطراف الاساسية في هيكلة الصكوك من بداية الطرح الى غاية الاطفاء، بهدف تحقيق الاستقلالية و العدالة و الشفافية و النزاهة و الامتثال الشرعي و الافصاح ومكافحة الفساد، كما يمكن تطبيق حوكمة الصكوك من خلال تصور مقترح للحوكمة قوامه الرقابة الداخلية داخل الشركة المصدرة، أما الرقابة الخارجية تكون عن طريق هيئة الاسواق المالية، ومراجعين ماليين وآخرين شرعيين، كما شهد التطبيق العملي للصكوك عدة مخالفات شرعية تعكس غياب الحوكمة، أصبحت حوكمة الصكوك عنصرا هاما في اصدارات الصكوك لتفادي ما يشوبها من اشكالات و حيل مذمومة، في نهاية بحثه أعطى الباحث تصورا لإمكانية تطبيق حوكمة الصكوك.

●(فاتح و غزازي ، 2024)، **اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في سوق الأوراق المالية –تحديات و متطلبات نجاحها في الجزائر** .

ركزت هذه الدراسة على أهمية الصكوك الاسلامية كواحدة من أهم الأصول المالية التي حققت نجاحات باهرة في الاسواق المالية العالمية و قدرتها على جذب المستثمرين ،خلصت الدراسة انه يجب الالتزام بالضوابط الشرعية عند اصدار الصكوك و تداولها ،و رغم النجاح الذي حققته الصكوك إلا أنها لم تنضج بسبب العديد من المعيقات التي تواجه صناعة الصكوك منها ضعف الوعي بثقافة الصكوك ووجود اختلافات فقهية ،كما ان ادراج الصكوك في بورصة الجزائر سيسمح بتوسيع تمويل الاقتصاد.

●(نجاة و رديف ، 2025)، **الصكوك الاسلامية و دورها في الرفع من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية للسوق المالية السعودية–.**

هدفت هذه الورقة البحثية الى دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل إدراج الصكوك الاسلامية عموما و على السوق المالي السعودي خصوصا باعتبارها من الدول الرائدة في هذا المجال عالميا، كانت الدراسة للفترة الممتدة بين سنة 2013-2023 معتمدا على التقارير السنوية للسوق المالي السعودي ، خلصت الدراسة أن السوق المالي السعودي عرف تذبذبا في مؤشر الأداء خاصة مع الظروف الاستثنائية مع جائحة الكوفيد، لكن مع تبني نظام التداول الالكتروني تحسن معدل الأداء و ارتفع حجم التداول، اضافة الى ان نشاط تداول سوق الصكوك ضعيف مقارنة بسوق الأسهم السعودي.

●(هناء، 2025)، **المفاضلة بين آليتي التوريق المصرفي و التصكيك الاسلامي في ظل الاقتصاد الرقمي.**

أبرزت هذه الدراسة أوجه التشابه و الاختلاف بين كل من التوريق المصرفي و التصكيك الاسلامي و هذا بغية معرفة مدى تنافسية كل منهما في الاسواق المالية خاصة مع التطور التكنولوجي الذي يشهده العالم و خاصة مع ظهور تقنية البلوكشين الذي سهل العمليات المالية الى حد كبير من خلال استخدام أنظمة التشفير مما يضمن الأمان وبرزت معها الصكوك الذكية و التوريق الرقمي كأحد أهم منتجات الصناعة المالية المصرفية و التي ساهمت بتعزيز الاقتصاد الرقمي من خلال المساهمة في تنامي المعاملات المالية الالكترونية، خلصت الدراسة ان التوريق المصرفي يشبه التصكيك الاسلامي كونه يعد آلية لتجزئة الأصول بهدف الحصول على السيولة، بينما الاختلاف ينحصر في مدى الالتزام بأحكام الشريعة ،اضافة الى الاختلاف في الآليات المستخدمة في كل من الصكوك الذكية و التوريق الرقمي و في آليات التوريق التصكيك التقليدي.

2.5.2 دراسات باللغة الاجنبية :

- (ALSHARMANI, 2014) ,**sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudia Arabia**

قدمت هذه الورقة البحثية مراجعة شاملة حول اصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية ،اضافة الى مدى توافق هذا الاصدار مع أحكام الشريعة الاسلامية، حيث انقسمت الدراسة الى قسمين قسم يتعلق بالجاب النظري للصكوك و القسم الثاني يضم تحليل نقدي لكيفية عمل الصكوك في المملكة العربية السعودية ، خلص الباحث في هذه الدراسة الى اعطاء مراجعة عامة حول عمل الصكوك في المملكة العربية السعودية و ابراز الفرق بين الصكوك و الادوات التمويلية التقليدية نهاية الى ابراز معوقات تداول الصكوك الاسلامية في المملكة العربية السعودية ، و من بين النتائج الذي توصلت له هذه الدراسة ان تنظيم اصدار الصكوك يتم جنبا الى جنب مع اصدار الاسهم كما أن الصكوك لا تتوافق مع أحكم الشريعة بصفة كاملة ،و هذا راجع الى عدم و جود اطار تشريعي و تنظيمي يشرف على عملية الإصدار، مع تسجيل غياب مجلس شرعي مركزي مستقل ينظم و يراقب عمل الصكوك في المملكة العربية السعودية إضافة الى عدم وجود محاكم تجارية متخصصة في قضايا الصكوك .

- (Hamza, 2020), **Smart Sukuk Structure from Sharia Perspective and Financing Benefits : Proposed Application of Smart Sukuk through Blockchain Technology in Islamic Banks within Turkey**.

جاءت هذه الدراسة لتوضيح هيكلة الصكوك الذكية هذا اعتمادا على تقنية البلوكشين التي تسمح بدخول عدد كبير من المستثمرين ،تم تقديم بحث محدود حول نماذج اصدار الصكوك الذكية و التداولات فيهاو سوق المعاملات و مدى إمتثالها الشرعي ،اضافة ان هذا البحث قام بتقديم معاملات العقود الذكية و عرض تطبيقي لطرح الصكوك الذكية في أكبر بنك إسلامي تركي . من بين نتائج البحث التي خلص اليها ان استخدام الصكوك الذكية من خلال تقنية البلوكشين سمح بتوفير أكبر قدر من المستثمرين في الاسواق المالية ، اضافة الى انخفاض تكاليفها و سرعتها و الشفافية التي تتيحها .

- (Nihad, Metarref , & Bahloul , 2020),**The role of Islamic Sukuk in Financing Public Deficit and Infrastructure –Malaysia Project as a Model–**.

يهدف هذا البحث الى تقديم لمحة عامة حول الصكوك الاسلامية و دورها في تمويل عجز الموازنة العامة و مشاريع البنية التحتية ،خاصة على ضوء التجربة الماليزية باعتبارها دولة رائدة في هذا المجال، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في عرض البيانات و المعلومات المتعلقة بالموضوع. خلصت الدراسة ان للصكوك الاسلامية يمكنها المساعدة في تجنب

مخاطر التمويل الأجنبي، و تسمح بالمساهمة في تطوير السوق المالي المحلي ، اضافة الى قدرة الصكوك في تمويل المشاريع الكبرى و معالجة عجز الموازنة.

- (Zakia & Zaibet , 2020), **The Role of wakf– sukuk in Achieving Financial Sustainability in Waqf Institution s in Algeria: An Analytical Study According to NZ Waqf Sukuk**.

هدفت هذه الورقة البحثية الى إبراز أهمية و دور الصكوك الوقفية في تحقيق الاستدامة المالية ، تم الاعتماد على المنهج الوصفي النوعي في هذه الدراسة ، تم تطبيق مقابلة شبه مقننة و متعمقة. جاءت خلاصة الدراسة الى نتيجة مفادها أن المؤسسات الوقفية في الجزائر على طريق تحقيق الاستدامة المالية أصبح من الضروري تطبيق نموذج الصكوك الوقفية.

- (chafia, 2022) **Issuing Islamic Sukuk Internationally :Reality and Challenges**.

أبرزت هذه الدراسة أهمية الصكوك الاسلامية التي عرفت نمو و انتشار سريع في السنوات الأخيرة ،اضافة الى محاولة هذه الورقة البحثية الى اظهار جميع جوانب الاصدار و الاطراف المشاركة و الوقوف على سوق الصكوك و تبيان مدى تطورها، لينتهي البحث تحديد أهم المعوقات التي تعيق نموها و تطورها كضمان سلامة التعامل الخاصة بالصكوك في الاسواق المالية، منح صلاحيات أوسع لمجلس الرقابة الشرعية من خلال الاشراف على عمليات الاصدار مع ضرورة اعداد البحوث و الدراسات و عقد ندوات حول القضايا المعاصرة للصكوك.

- (Mechebek & Benslimane, 2023), **Are sukuk markets weak form efficient ? Evidence from major active Islamic stock markets**.

هدفت هذه الدراسة بالدرجة الأولى الى تحليل كفاءة أسواق الصكوك الاسلامية ضمن المستوى الضعيف بناء على فرضية السير العشوائي، تم الاعتماد على على أدق نموذجين لإختبار السير العشوائي للسلاسل الزمنية و المتمثلة في إختبار (ADF) المعزز لجذر الوحدة و كذا اختبار (Runs)،و شملت عينة الدراسة34 صك مالي من 08دول اسلامية و غير اسلامية، خلصت الدراسة ان اسواق الصكوك المالية ليست كفؤة ضمن المستوى الضعيف هذا ما يسمح من الاستفادة من التحليل الفني للتنبؤ بحركة أسعار الصكوك.

- (Selma & Bouafia, 2024), **Islamic Sukuk as mechanism to develop Islamic banking finance**.

سلطت هذه الدراسة الضوء على دور الصكوك الاسلامية في دعم و تطوير التمويل المصرفي الاسلامي كبديل للتمويل التقليدي، و ابراز أهمية الصكوك في تعزيز التمويل و توسيع قاعدة المستثمرين الذي يتفادون التعاملات الربوية و يفضلون المنتجات المالية الاسلامية، خلصت الدراسة ان الصكوك الاسلامية على وجه الخصوص تساهم بشكل فعال في تطوير العمل المصرفي من خلال تفعيل الاستثمار الطويل الأجل ،إضافة الى قدرتها على ادارة السيولة و توفير اطار عمل مناسب بين البنك المركزي و البنوك الاسلامية و تطوير العمل المصرفي بشكل عام.

- (Lemhishi & Ghaith Mahain, 2024), **Assessing Libya's First Sukuk :Shariah compliance and financial viability**

هدفت هذه الدراسة الى تسليط الضوء على اولى اصدارات الصكوك الاسلامية في ليبيا و العوامل التي ساعدت على اطلاقها و كذا تقييم عملها و مدى امتثالها لضوابط الشريعة الاسلامية و خلصت في النهاية الى وجود مشاكل كبيرة في عملية الاصدار لوجود ثغرات كبيرة في المنظومة القانونية و التشريعية الليبية بالاضافة لعدم تقيدها بصورة مثالية مع أحكام الشريعة الاسلامية.

- (lemselle & Ahmed, 2025),**Green Sukuk As A Mechanism For Enhancinf Green Islamic Finance– An analytical Study Of The Green Sukuk Market During The Period (2017–Third Quarter Of 2023)** .

سلط هذا البحث الضوء على الصكوك الخضراء و دورها في التمويل ،اعتمد على المنهج التحليلي الوصفي، خلصت نهاية البحث الى أن سوق الصكوك الخضراء تعرف نمو متزايد وهذا راجع لزيادة اهتمام المستثمرين الذين يبحثون عن حلول مالية مستدامة و صديقة للبيئة ، رغم هذا شهد هذا النوع من الصكوك تراجع مؤقت عامي 20220و2021 ،هذا راجع أساسا لتأثيرات جائحة كورونا و تأثيرها على الاسواق المالية عامة، بعدها عاد أداء الصكوك للتعافي ،وأكد هذا الانتعاش على الحاجة الملحة للإصلاحات داخل المؤسسات المالية الاسلامية، هذا الامر سيسمح بدعم و تحفيز نمو الصكوك الخضراء .

- (Sadallah, 2025),**Determinants of Sukuk issuance :An Empirical Analysis of financial Market and Governance Indicators in Emerging Economies– Researches and Application in Islamic finance**.

تناولت هذه الدراسة محددات اصدار الصكوك في خمسة اسواق ناشئة و رائدة في كل من ماليزيا ،اندونيسيا ،المملكة العربية السعودية، تركيا، الامارات العربية المتحدة من سنة 2005الى غاية 2024 ،اعتمد البحث على نموذج المقطع العرضي للسلاسل الزمنية لتحليل تأثير تطور الاسواق المالية و الحوكمة و ظروف الاقتصاد الكلي و على حجم اصدارات

الصكوك .توصل البحث الى وجود نتائج ايجابية بين اصدارات الصكوك و القيمة السوقية و الجدارة الائتمانية و جودة الحوكمة و الاستثمار الاجنبي المباشر، في حين ارتفاع اسعار الفائدة لها تأثيرات سلبية على حجم الاصدار، كما قدم البحث رؤى جوهرية حول كيفية قيام صناع السياسات و المؤسسات المالية بتعزيز بيئة تمكينية بالنسبة للأسواق الصكوك و يؤكد على أهمية عمق الاسواق المالية و الحوكمة القوية و الانفتاح الاقتصادي من أجل النمو المستدام للصكوك في الاسواق الناشئة.

جدول (2–14):المقارنة بين الدراسات السابقة و موضوع الاطروحة

عنصر المقارنة	الدراسات السابقة	موضوع الأطروحة
المجال الجغرافي	بشكل عام معظم الدراسات تناولت دول الخليج العربي، أو تجارب عربية وغربية أخرى منفردة مثل السودان، مصر، ليبيا، اليابان ماليزيا .بالإضافة الى عدد محدود منها ركز على الجزائر	تركز بصورة مباشرة على الجزائر وواقعها الاقتصادي والتشريعي و المؤسساتي ، بالإضافة الى تجربة ماليزيا و التجربة المصرية
زاوية المعالجة	تعددت الزوايا منها ما سلطت الضوء مخاطر الصكوك كدراسة (البقمي، 2013)منها من ركزت على الضوابط الشرعية (فيجل، 2015)؛ (بوستة و فطيمة الزهرة نوي، 2018)؛ (Lemhishi & Ghaith Mahain, 2024) منها من ركزت على محددات الاصدار و آلياته (ممدوح، 2015) ؛ (حشيش و شعيب، 2021) ؛ (Sadallah, 2025) و غيرها فمنها عالجت موضوع الصكوك الذكية (Sadallah, 2025) ؛ (Hamza, 2020)، و حوكمة الصكوك (Hamza, 2020) تجارب مقارنة (الطيب و محلق، 2020)؛ (باشا، 2022) و دور الصكوك في تمويل المشاريع (lemselle & Ahmed, 2025)؛ (ربيعة و ناصر، 2014).	التركيز على المتطلبات التشريعية و المؤسسية بالإضافة الى المتطلبات التنظيمية لإصدار و تداول الصكوك في الجزائر و لا يقتصر فقط الاطار الشرعي أو الاقتصادي ، بالإضافة الى دور الصكوك في تمويل المشاريع من خلال طرح تجربة استشرافية عن اصدار الصكوك السيادية لتمويل مشروع تحلية مياه البحر .
المنهج العلمي	الغالبية استخدم المنهج الوصفي التحليلي ،وقليل منها اعتمد على استخدام التحليل الكمي باستثناء (Sadallah, 2025) او الاستقرائي (زيتوني، 2024)	استخدام المنهج الوصفي التحليلي لدراسة الجوانب العامة حول الصكوك من خلال تحليل البيئة القانونية و المؤسسية في الجزائر، و في استعراض تجارب بعض الدول الرائدة و الناشئة في إصدار و تداول الصكوك للوقوف على الدروس المستفادة من هاته التجارب او تحليل النصوص القانونية المتعلقة بالصكوك على ضوء التجارب السابقة و على ضوء التشريع الجزائري الذي يتيح لنا الخروج بنتائج و توصيات عامة حول

		متطلبات اصدار الصكوك.بالاضافة الى المنهج الاستشرافي اين تم تقديم مشروع تمويل محطة تحلية مياه البحر في الجزائر عن طريق الصكوك الاسلامية.
مرحلة الانفتاح على المالية الاسلامية في الجزائر	يوجد عدد من الدراسات المعدودة (حشيش و شعيب، 2021) ؛ (ملاك و بوخاري، 2021)؛ (ملاك و بوخاري، 2021) ؛ (فاتح و غزازي ، 2024) ،التي تناولت موضوع متطلبات الصكوك الاسلامية خاصة بعد انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية، لكن لم تكن دراسة مستفيضة ودون تركيز معمق و كاف على تحليل المتطلبات التشريعية و المؤسسية لإصدار و تداول الصكوك في الجزائر	التركيز على وضع تحليل شامل لمتطلبات اصدار و تداول الصكوك في الجزائر ما بعد فترة الانفتاح الرسمي على المالية الاسلامية.
الهدف من الدراسة	اختلفت أهداف الدراسات، لكن غالبيتها قام بوصف الواقع ،أو عرض تجارب دون استنتاج عملي دقيق للتطبيق في الجزائر	يسعى موضوع هذه الدراسة الى تقديم تصور واقعي و عملي وامكانية تنفيذ و تطبيق متطلبات اصدار الصكوك في الجزائر ،على ضوء الاستفادة من تجارب دولية ، اضافة الى تقديم دراسة استشرافية حول تطبيق الصكوك في الجزائر لتمويل مشاريع تنموية هامة .
الدراسات المقارنة	بعض الدراسات قارنت دول عديدة مثل (ماليزيا و السعودية أو ليبيا أو مصر).لكن لم تربطها بشكل مباشر عن امكانية تطبيق تلك التجارب في الجزائر	تقوم هذه الدراسة حول امكانية وضع مقارنة لتحليل امكانية تكييف بعض التجارب و استنساخها على السياق الجزائري

3.6.2 الفجوة البحثية

رغم تعدد الدراسات التي تناولت الصكوك الاسلامية من زوايا مختلفة ، هناك من ركزت على هياكل الصكوك و أخرى على الجوانب الشرعية و التقنية بالإضافة الى الصكوك الذكية ،وهناك دراسات شملت كذلك تجارب عربية و غربية مع الصكوك ،ورغم بعض المحاولات التي سعت الى التطرق واقع الجزائر و متطلبات اصدار الصكوك، إلا أن معظم هذه الدراسات افتقرت الى معالجة شاملة و دقيقة حول المتطلبات التي تسمح للجزائر بإصدار و تداول الصكوك خاصة على ضوء التغييرات المؤسسية و القانونية التي صاحبت انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية بصفة رسمية خاصة بعد صدور التعليمة رقم 18-02 الصادر بتاريخ 04نوفمبر 2018.

كما ان الدراسات السابقة لم تقم بربط دقيق بين الواقع التنظيمي و المؤسسي الجزائري و تجارب دولية مشابهة يمكن الاستفادة منها . من هنا جاءت دراستنا تسعى الى سد هذه الفجوة من خلال تحليل المتطلبات القانونية والتنظيمية و التشريعية و المؤسسية و الاقتصادية لإصدار و تداول الصكوك في الجزائر، مع الاستفادة من تجارب دولية رائدة و أخرى ناشئة في هذا المجال لإعطاء مسار و صورة واضحة من جميع الجوانب لصناع القرار في الجزائر لتجنب اخفاقات مستقبلية ، اضافة الى تقديم مشروع دراسة استشرافية حول تمويل مشروع تصفية مياه البحر عن طريق تمويله بصكوك سيادية تكون هذه الدراسة في إطار منهجية علمي.

7.2 خلاصة :

تعتبر الصكوك من الأدوات المالية الاسلامية الحديثة التي تقوم على مبدأ تمثيل لحصص شائعة في أصول منافع أو مشاريع استثمارية ،و اعتمادها كذلك على مبدأ الغنم بالغرم، كما تم ابتكارها لتكون بديلة عن السندات الربوية و كذلك لأجل تعبئة المدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات الحقيقية .

فالصكوك الاسلامية تخضع الى عدة ضوابط شرعية قبل إصدارها ولها استخدامات عديدة حسب الغرض المستهدف من الجهة المصدرة سواء كانت حكومات التي يمكن ان تستخدمها كأداة للسياسة النقدية للتحكم في العرض النقدي او استخدامها للتخفيف العبء المالي على الخزينة العمومية، أو للشركات التي يمكن ان تستخدم الصكوك لتنويع مصادرها التمويلية ، كما تمر الصكوك على العديد من المراحل في عملية الاصدار بدءا من الهيكلة الشرعية أو المالية مرورا بالشركة ذات الغرض الخاص وتحديد الاصول موضوع التصكيك ثم طرحها لاكتتاب و التداول في الاسواق الثانوية الى غاية اطفائها ،دون اغفال المخاطر التي يمكن ان تصطدم بها الصكوك في تعاملاتها لكونها منتج مالي مثل باقي الاوراق المالية، لذا يجب ادارة تلك المخاطر و التحوط منها بالطرق و التقنيات الممكنة.

و بعد ما تم تناوله في هذا المحور الذي شكل الارضية النظرية و المنهجية لفهم متطلبات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية ، تمهيدا للانتقال لدراسة حاجة الاقتصاد الجزائري لها، و إبراز أهم المتطلبات للاستفادة من مزايا الصكوك على ضوء التجارب الدولية.

الدراسة التطبيقية وتحليل البيانات

3. الدراسة التطبيقية و تحليل البيانات

1.3 تمهيد :

إن الصعود المتسارع للصكوك الاسلامية بفضل قدرتها التمويلية الفعالة و ارتباطها الوثيق بالاقتصاد الحقيقي، سمح لها بالانتشار حول العالم سواء في الدول الاسلامية او غير الاسلامية، لأجل هذا تزداد أهمية دراسة متطلبات إدراج الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري على ضوء اعتمادها على المداخيل الريعية و بدرجة كبيرة على عائدات المحروقات التي تمثل المصدر الرئيسي للإيرادات العامة في الجزائر، هذا ما شكل خطورة كبيرة على الاقتصاد الوطني و على المجتمع ككل بسبب تعرض هذا المورد للعديد من التقلبات في أسعارها العالمية انعكس مباشرة على الخزينة العامة و تسجيلها عجز متكرر عند انخفاض أسعار المحروقات في الاسواق الدولية .

قد أثبتت الصدمات النفطية السابقة التي حدثت سنة 2009 و2014 و ما قبلها هشاشة الاقتصاد الجزائري ما أدى إلى تراجع الايرادات العامة للجزائر مما اضطر السلطات إلى اتخاذ اجراءات و ايجاد بدائل تمويلية أكثر خطورة مثل الاصدار النقدي الذي يرهن الاستقرار المالي للدولة.

في هذا السياق حاولت الجزائر الانفتاح على المالية الاسلامية التي تشهد تطورا ملحوظا خاصة في السنوات الاخيرة بالإضافة الى إحداث العديد من الاصلاحات في الجهاز المصرفي و نص العديد من التشريعات المتعلقة بالتمويل الاسلامي عامة و الصكوك خاصة ، تهدف من خلالها الحكومة تخفيف العبء الملقى على عاتقها من خلال إدراج الصكوك .

سنحاول في هذا المحور ابراز أهم المحطات التاريخية حول انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية ،و كذا واقع الاصدارات العالمية للصكوك العديد ، و نماذج لمشاريع دولية تم تمويلها عن طريق الصكوك مع توضيح أهم المتطلبات المؤسسية و القانونية لإصدار و تداول الصكوك في الجزائر على ضوء تجارب دولية تقديم دراسة استشرافية لإمكانية تطبيق الصكوك في مشروع استراتيجي في الجزائر بما يخدم التنويع الاقتصادي و الاستقرار المالي.

2.3. تجارب تطبيقية في اصدار و تداول الصكوك الإسلامية "دراسة حالة الجزائر"

1.2.3 تطور المالية الاسلامية في الجزائر

1.1.2.3 نشأة التمويل الاسلامي في الجزائر:

شهدت الصناعة المالية الاسلامية في الجزائر في العقود الاخيرة العديد من التحولات الملحوظة ، سواء في الاطار التشريعي أو البنية المؤسسية أو حجم المعاملات ، و رغم حداثة التجربة مقارنة ببعض الدول الاسلامية ، فإن جذورها التاريخية تعود الى عشرينيات القرن الماضي اين ظهرت أولى مبادرات تأسيس بنك اسلامي قبل الاستقلال.

1.1.1.2.3 مرحلة ما قبل الاستقلال:

في هذه المرحلة كانت أولى المحاولات لإنشاء بنك اسلامي في الجزائر سنة 1928 ، على يد أبو اليقضان رحمة الله عليه، الذي وجه دعوة الى أعيان المدن الكبرى ورجال الأعمال الى تأسيس أول بنك يعمل وفق مبادئ الشريعة الاسلامية، أطلق عليه "البنك الاسلامي الجزائري" لكن السلطة الاستعمارية الفرنسية رفضت هذه المبادرة ، لتبقى حبيسة الفكرة دون تطبيق فعلي على أرض الواقع.

2.1.1.2.3 مرحلة ما بعد الإستقلال:

قبل فترة التسعينات كانت فكرة التمويل الاسلامي غائبة الى حد بعيد، حيث كان النظام المالي في الجزائر يعتمد على الموروث الاستعماري، الذي كان يعتمد على النموذج التقليدي المبني على الفائدة كأداة أساسية في معاملاتها المالية.

البداية الاولى تعود الى تزايد الاهتمام بالصناعة المالية الاسلامية لهذه المرحلة تعود الى ثمانينات القرن الماضي أين بدأ الوعي العالمي يتزايد حول النظام الملي الاسلامي ،خاصة ما حققته دول مثل ماليزيا و السودان و الخليج من نجاحات في هذا الجانب.

لتأتي سنة 1991 ، اين تم تأسيس أول بنك اسلامي في الجزائر كفرع لمجموعة البركة المصرفية السعودية ، الى غاية سنة 2008 التي تم تأسيس فيها مصرف السلام بتمويل مجموعة السلام البحرينية ، هذا ما خلق منافسة في السوق المالية الاسلامية رغم قلتها هذا ما شجع فتح شبابيك اسلامية للبنوك الاجنبية العاملة في الجزائر في سنة 2016 ، مثل بنك خليج الجزائر ، بنك الاسكان للتجارة و التمويل و غيرها.

كانت سنة 2018 امتداد للعمل بالشبابيك الاسلامية الى البنوك العمومية ،بعد صدور نصوص تنظيمية و تشريعية بدءا بالنظام 18-02 لسنة 2018 ، الى غاية نظم 20-02 لسنة 2020 الذي بموجبه تم الغاء النظام السابق(18-02)الذي هدف الى تنظيم نشاط الصيرفة الاسلامية ،و تم ادراج الصيرفة الاسلامية بصفة رسمية ضمن القانون النقدي و المصرف الجديد رقم

23-09 لسنة 2023. ليأتي القرار رقم 85المؤرخ في 01جوان 2025 الذي يحدد كيفية اصدار الصكوك السيادية في الجزائر. (فؤاد، واقع الصيرفة الاسلامية في البنوك العمومية، 2025)

2.1.2.3 الاطار التشريعي و التنظيمي للتمويل الاسلامي في الجزائر:

1.2.1.2.3 قانون النقد و القرض 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990: لعب هذا القانون دورا هاما لتأسيس لبداية الصيرفة الاسلامية في الجزائر من خلال:

- فتح المجال أمام القطاع الخاص و الاجنبي لإنشاء البنوك في الجزائر و من بينها بنوك اسلامية مثل بنك البركة ؛
- الاعتراف الرسمي بالصيرفة الاسلامية لكن دون انطلاقة تنظيمية و قانونية فعلية . (قانون النقد و القرض 90-10، 1990)

2.1.1.2.3 نظام رقم 18-02 المؤرخ في 04 نوفمبر 2018: هو نظام تم اصداره من طرف البنك المركزي و المتعلق بعمليات الصيرف الاسلامية في الجزائر ، يعتبر من الركيزة الاساسية التي أرست قواعد لتسويق المنتجات المصرفية الاسلامية في الجزائر من قبل البنوك التقليدية عن طريق انشاء نوافذ صيرفة. أهم ما جاء في هذا النظام:

- تحديد طبيعة المنتجات المالية الاسلامية المسموح التعامل بها لدى البنوك و المؤسسات المالية (المرابحة ،المشاركة ،المضاربة، الإجارة ،الاستصناع ،السلم ،الودائع في حساب الاستثمار)؛
- تنظيم عمل الصيرفة الاسلامية ضمن البنوك العمومية؛
- ضرورة الحصول على ترخيص مسبق من قبل بنك الجزائر؛
- ضمان الاستقلالية المحاسبية و المالية و الإدارية؛
- الافصاح و الشفافية حول خصائص المنتجات المالية الاسلامية ؛
- اشراف اللجنة الشرعية المؤهلة على مطابقة المنتجات المالية الاسلامية للبنوك؛
- اطلق عليه الصيرفة التشاركية عوض الصيرفة الاسلامية. (بنك الجزائر، 2018)

رغم هذا لم يحقق هذا النظام الانطلاقة الفعلية للعمل بالمالية الاسلامية في الجزائر لعدة اسباب مثل عدم جاهزية هياكل البنوك ،وكذا عدم تكوين موظفيها ، وعدم حصولها على مصادقة اللجنة الشرعية بغض النظر عن تأخر اصدار النصوص التنظيمية المتعلقة بذلك.

3.1.1.2.3 نظام 20-02 المؤرخ في 15مارس 2020:هو تنظيم صادر عن بنك الجزائر يحدد أحكام و ممارسات عمليات الصيرفة الاسلامية ، و اهم ما ورد في هذا النظام :

- الغاء النظام السابق 18-02 ليأخذ مكانه نظام 20-02؛

- اطلق عليها الصيرفة الاسلامية عوض الصيرفة التشاركية ؛
- ارتفاع عدد المنتجات المقترحة اصبحت 08 عوض 07 وهي (المرابحة ،المشاركة ،المضاربة، الإجارة ،الاستصناع ،السلم ،الودائع في حساب الاستثمار، حسابات الودائع)؛
- الاستقلال المالي و المحاسبي و الاداري للنوافذ الاسلامية داخل البنوك التقليدية؛
- الزام البنوك على حصولها لشهادات المطابقة لمنتجاتها المالية الاسلامية ؛
- تكوين لجنة شرعية داخلية لضمان الالتزام بالعقد الشرعي. (بنك الجزائر، 2020)

شكل نظام 20-02 خطوة مهمة في بناء بيئة قانونية و تشريعية للصناعة المالية الاسلامية عموما و فتح الباب لجذب السيولة النقدية الموجودة خارج الجهاز المصرفي.

4.1.1.2.3 التعليمة رقم :20-03 المؤرخة في 02 أفريل 2020: هي عبارة عن نص اداري صادر عن بنك الجزائر تعرف بالمنتجات المالية الاسلامية و كذا الاجراءات و الخصائص القانوني و التقنية اللازمة لتطبيقها من قبل البنوك و المؤسسات المالية الاسلامية ، و جاءت هذه التعليمة تعقيبا لنظام 20-02، و من بين أهم ما جاء في هذه التعليمة :

- التعريف بمنتجات الصيرفة الاسلامية؛
- الزام البنوك طلب ترخيص لتسويق منتجاته المالية الاسلامية ، و ضرورة حصولها على شهادة المطابقة. (بنك الجزائر، 2020)

5.1.1.2.3 نظام رقم 20-03 المؤرخ في 15 أفريل 2020: صدر هذا النظام عقب التعليمة رقم 20-03 المؤرخة في 02أفريل 2020 التي قامت بتعريف المنتجات المالية الاسلامية ،فجاء هذا النظام المؤرخ في 15 أفريل لتحديد العمليات البنكية المتعلقة بمنتجات الصيرفة الاسلامية ، و من بين أهم ما ورد في هذا النظام ما يلي:

- حماية المودعين من خلال وضع نظام ضمان الودائع المصرفية؛
- يتولى تسيير صندوق ضمان الودائع المصرفية شركة مساهمة "صندوق ضمان الودائع المصرفية"؛
- إلزام شركة ضمان الودائع المصرفية بمسك المحاسبة التي تفصل بين العلاوات المتأتية من الودائع التقليدية و ودائع الصيرفة الاسلامية؛
- لا يمكن استثمار العلاوات المحصل عليها من شبابيك الصيرفة السلامية إلا من خلال شراء سندات أو صكوك تقوم بإصدارها الدولة ، بشرط موافقتها لأحكام الشريعة الاسلامية. (بنك الجزائر، 2020)

6.1.1.2.3 المرسوم التنفيذي 21- 81 المؤرخ في 23فيفري 2021: صدر هذا المرسوم من الوزير الأول لتحديد شروط و كيفية ممارسة التأمين التكافلي في الجزائر ،من بن أهم ما جاء في هذا المرسوم ما يلي:

- يسمح بتأسيس شركات تأمين تكافلية مستقلة ، او فتح نوافذ تكافلية داخل شركات التأمين التقليدية؛

- تحديد شروط و كيفية ممارسة التامين التكافلي. (المرسوم التنفيذي 21- 81، 2021)

7.1.1.2.3 القانون النقدي والمصرفي 23- 09 المؤرخ في 21 جوان 2023: جاء هذا القانون بتسميته الجديدة ليحل محل قانون و النقد و القرض كما عرف سابقا ، و يهدف الى مسايرة التطورات الاقتصادية و المالية الحديثة و الى تعزيز الاستقرار المالي ،و أهم ما جاء في هذا القانون فيما تعلق المالية الاسلامية في الجزائر ما يلي:

- اعطاء الصفة القانونية و الرسمية لعمل الصيرفة الاسلامية في الجزائر، و فتح المجال أمام البنوك و المؤسسات المالية العمل بالتمويل الاسلامي من خلال الشبابيك الاسلامية او الفروع الاسلامية؛
- تعزيز العمل بالنصوص التنظيمية السابقة 20-02،
- خضوع المنتجات المالية الاسلامية الى موافقة المجلس الاعلى الاسلامي قبل تسويقها؛
- الاشارة الى الصكوك الاسلامية لأول مرة في المادة 69 . (mf.gov.dz، 2023)

رغم التطرق الى موضوع الصكوك في هذا القانون إلا أنها بقيت دون توضيح أو تفعيل من خلال نصوص تنظيمية أو لوائح تنفيذية .

8.1.1.2.3 نظام 25-04 المؤرخ في 07 ماي 2025: جاء هذا النظام بهدف توفير السيولة المستعجلة للبنوك سواءً التقليدية او الاسلامية التي تعاني من مشكل نقص السيولة، حيث يسمح هذا النظام للبنوك الاسلامية من :

- حصولها على حاجتها التمويلية المستعجلة عند الحاجة ؛
- تكييف بنك الجزائر للسيولة الممنوحة للمصارف الاسلامية حسب خصوصيتها المتعلقة بالتوافق مع أحكام الشريعة؛
- ضمان استقرار انشطتها التمويلية عند نقص السيولة. (بنك الجزائر، 2025)

9.1.1.2.3 قانون المالية لسنة 2025 : تم التطرق لأول مرة للصكوك السيادية في الجريدة الرسمية حسب المادة: 179،و من أبرز ما جاء فيه:

- السماح للخزينة العمومية بإصدار الصكوك السيادية ؛
- الصكوك السيادية تمثل حقوق انتفاع في الاصول التابعة للدولة و موجهة للأشخاص الطبيعيين و الاعتباريين ؛
- تهدف الصكوك السيادية الى تمويل المنشآت و التجهيزات العمومية ، بالتالي تنويع المصادر التمويلية للدولة؛
- ضرورة حصول الصكوك على شهادة المطابقة من المجلس الاعلى الاسلامي ؛
- تقديم اعفاءات ضريبية على الصكوك السيادية ؛
- تتم عملية الاكتتاب في الصكوك السيادية بالصيغة الاسمية او لحاملها؛
- تحديد أنواع محددة من الصكوك السيادية التي يمكن اصدارها. (mf.gov.dz، 2024)

10.1.1.2.3 قرار رقم 85 المؤرخ في 01 جوان 2025 : هو قرار صادر عن وزير المالية الذي أقر بصفة رسمية طرح الصكوك السيادية في الجزائر لأول مرة منذ الاستقلال ،و جاء هذا القرار تنفيذا لقانون المالية لسنة 2025 في مادته 179، الذي أعطى الصفة الرسمية للصكوك، تم نشره في الجريدة الرسمية العدد 38 بتاريخ 19 جوان 2025، و من بين أهم ما جاء في هذا القرار ما يلي :

- يمكن للخزينة العمومية تفويض من ينوب عنها في اصدار الصكوك؛
- تغطية الصكوك لأصول ملموسة في اطار حق الانتفاع؛
- نص القرار على تحديد انواع الصكوك السيادية منها(صكوك الاجارة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة ، صكوك الاستصناع، صكوك الوكالة)؛
- تحديد طريقة الاصدار و الاكتتاب في هذه الصكوك. (scribd، 2025)

11.1.1.2.3 قانون الوقف 25-06 المؤرخ في 29 جويلية 2025 : الهدف من اصدار هذا القانون هو تنظيم الأملاك الوقفية و تحديثها و عصرنتها حسب المتطلبات الراهنة و يكون ذلك من خلال :

- رقمنة و احصاء الاملاك الوقفية؛
- تبسيط الاجراءات القانونية المتعلقة بتسوية الاملاك الوقفية؛
- تنويع الاستثمارات في الاملاك الوقفية؛
- حماية الاملاك الوقفية من خلال تشريع قوانين مشددة و صارمة على المعتدين. (الأوقاف)

12.1.1.2.3 قرار رقم 443 المؤرخ في 28 ديسمبر 2025 : هو قرار صادر عن وزار المالية يتعلق بإصدار الصكوك السيادية من طرف الخزينة العمومية ، تقوم هاته الصكوك على ملكية موجودات مؤجرة مدعومة بأصول عقارية مملوكة للدولة بقيمة إجمالية تقدر ب :296,650 مليار دينار ما يعادل 02 مليار دولار .(ملحق رقم :01)

ليأتي هذا القرار لاستكمال تطور الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر ،كما انطلقت عملية الاكتتاب في هذه الصكوك بصفة رسمية بتاريخ:2026/01/27 . (sukuk.mf.gov.dz، 2026)

3.1.2.3 صيغ التمويل الاسلامي في الجزائر

حسب نظام 20-02 المؤرخ في 15مارس 2020، والمرسوم التنفيذي 21-81 لسنة 2021،وحسب قانون المالية 2025 ،يمكن حصر صيغ التمويل الاسلامي في الجزائر في الجدول التالي :

جدول رقم(3–1) :أهم صيغ التمويل الاسلامي في الجزائر

طبيعة الصيغة التمويلية	مفهومه	الاطار التشريعي و التنظيمي
المرابحة	"هو عقد يقوم بموجهها(البنك أو المؤسسة المالية)،ببيع ما يمتلكه من سلعة معلومة بتكلفة اقتنائها، مع اضافة هامش ربح متفق عليه مسبقا و وفق شروط دفع متفق عليها ".	**نظام 20–02 المؤرخ في 15مارس 2020**
المضاربة	"هو عقد يقدم بموجبه(البنك أو المؤسسة المالية)،المسمى مقرض الاموال ،راس المال اللازم للمقاول الذي يقدم عمله في مشروع من أجل تحقيق أرباح"	
المشاركة	"هو عقد بين(البنك أو المؤسسة المالية)،و واحد أو عدة أطراف، بهدف المشاركة في رأس مال مشروع معين من أجل تحقيق أرباح"	
الاجارة	"هو عقد ايجار يضع من خلاله (البنك أو المؤسسة المالية)،المسمى المؤجر، تحت تصرف الزبون المسمى المستأجر ،و على اساس ايجار سلعة منقول او غير منقولة، يكون يمتلكها(البنك أو المؤسسة المالية)،لفترة زمنية محددة مقابل تسديد ايجار يتم الاتفاق عليه في العقد".	
السلم	"هو عقد يقوم من خلاله(البنك أو المؤسسة المالية)،الذي يقوم بدور المشتري لسلعة، التي تسلم له آجلا من طرف زبونه مقابل الدفع الفوري و النقدي".	
الاستصناع	"هو عقد يتم بمقتضاه (البنك أو المؤسسة المالية)،بتسليم سلعة الى زبونه صاحب الأمر أو بشراء لدى مُصنع سلعة ستصنع وفقا لخصائص معينة متفق عليها بين الاطراف، بسعر ثابت و وفقا لكيفيات تسديد متفق عليها مسبقا".	
حسابات الودائع	"هي حسابات تحتوي على أموال يتم ايداعها في بنك من طرف أفراد ،أو كيانات، مع الالتزام بإعادة هذه الأموال او ما يعادلها ال المودع أو الى شخص آخر معين ، عند الطلب أو حسب شروط متفق عليها مسبقا".	
ودائع الاستثمار	"هي توظيفات لأجل، تترك تحت تصرف البنك من طرف المودع لغرض استثمارها في تمويلات اسلامية و تحقيق أرباح".	
التأمين التكافلي	"هو نظام تعاون و تكافل لإدارة الخاطر، حيث يساهم المؤمن لهم في صندوق مشترك يستخدم لتعويض المتضررين ، و متوافق مع الشريعة الاسلامية".	**المرسوم التنفيذي 21– 81 المؤرخ في 23فيفري2021**
الصكوك	سبق تعريفه	**قرار رقم 85 المؤرخ في 01 جوان 2025**

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق

جدول رقم (3–2) : حجم ودائع التمويل الاسلامي في المصارف العمومية و الخاصة بين سنة (2021-2024)

(**الوحدة** : مليار دينار)

طبيعة الودائع و المصارف	2021	2022	2023	2024
أ– حسابات الودائع	212,3	254,3	421,7	531,7
المصارف العمومية	18,9	56.9	112,5	161,7
المصارف الخاصة	193,4	197,4	309,2	360
ب– الودائع في حسابات الاستثمار	231,9	299,7	256,5	271,8
المصارف العمومية	4,1	15,8	24,9	26,7
المصارف الخاصة	228,3	283,9	231,6	254,1
ج – المجموع الكلي	444,7	554	678,2	793,5
حصة المصارف العمومية (%)	%5,16	%13,12	%20,21	%23,7
حصة المصارف الخاصة(%)	%94,84	%86,88	%79,79	%76,26

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (بنك الجزائر، جوان 2024، صفحة 52)

الملاحظ من الجدول انه يوجد نمو قوي في حجم الودائع الاسلامية نفس الشيء فيما يخص ودائع الاستثمار الاسلامية ،اضافة الى هيمنة المصارف الخاصة على حساب المصارف العمومية من الحصة السوقية من حساب الودائع تحت الطلب و ودائع الاستثمار، رغم هذا فقد أبدت المصارف العمومية تعافيها و نمو حصتها السوقية من حسابات الودائع و حسابات ودائع الاستثمار في حين تراجعت المصارف الخاصة و يعود هذا التحسن الذي تشهده المصارف العمومية بفضل السياسات و القوانين المتعلقة بالصيرفة الاسلامية في الجزائر خاصة بعد صدور نظام 20-02.

جدول رقم (3-3): المنتجات التمويلية الاسلامية القائمة للفترة الممتدة 2021- 2024

(**الوحدة : مليار دينار**)

منتجات التمويل	السنوات			
	2021	**2022**	**2023**	**2024**
المرابحة	**130,7**	**129,7**	**139,5**	**173,6**
المشاركة	**1,1**	**2,0**	**4,2**	**5,4**
المضاربة	**6,0**	**7,6**	**8,3**	**25,7**
الاجارة	**83,9**	**86,5**	**100,4**	**121,7**
السلم	**133,1**	**153,9**	**187,7**	**174,2**
الاستصناع	**11,1**	**14,3**	**18,5**	**30,3**

أخرى (قرض حسن حجي)	–	0,0002	0,1	1,4
المجموع الكلي	365,9	393,9	458,5	532,2
حصة المصارف العمومية (%)	% 0,5	% 1,6	% 4,7	%8,6
حصة المصارف الخاصة(%)	% 99,5	% 98,4	% 95,3	%91,4

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (بنك الجزائر، 2024)

يشهد اجمالي التمويل الاسلامي في الجزائر نموا ملحوظا، حيث ارتفعت سنة 2021 من 365,9مليار دينار الى 532,2 مليار دينار سنة 2024، كما تهيمن الصيغ التمويلية (السلم ، المرابحة ، الاجارة) على الحصة الأكبر مع وجود نمو مرتفع في الصيغ الاستثمارية (المضاربة، المشاركة) رغم ضعف حجمها النسبي .

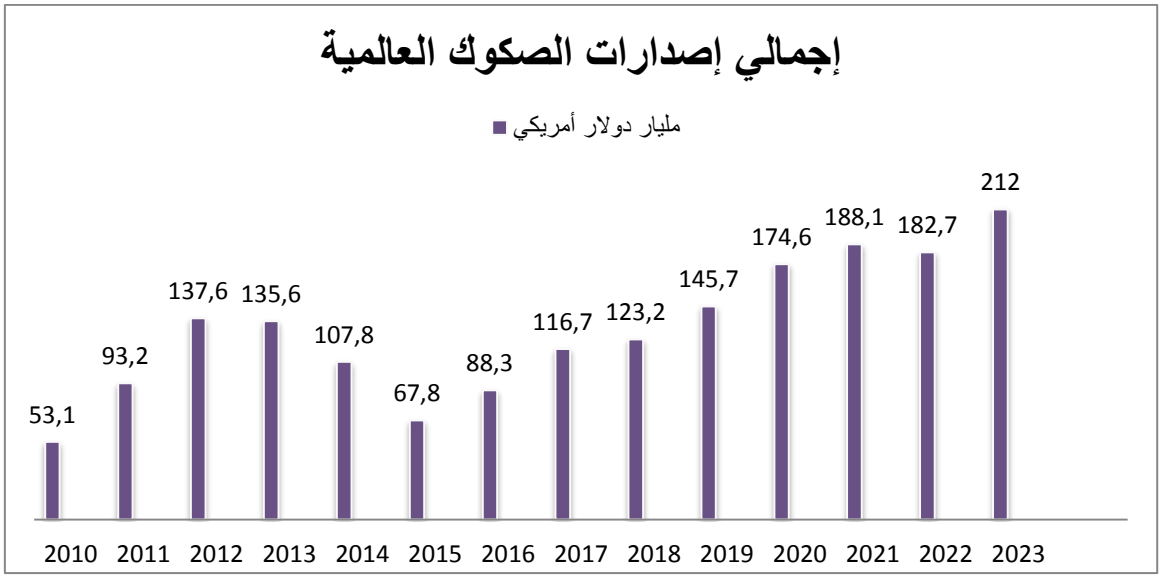
2.2.3 واقع اصدار و تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية العالمية

تشهد الأدوات المالية الاسلامية في السنوات الأخيرة تطورات عديدة و ملحوظة ،كان لإصدارات الصكوك النصيب الأكبر من هاته الأدوات و يرجع هذا التفوق لما حققته من نجاحات حقيقية على أرض الواقع فأصبحت كالقاطرة التي تجر الصناعة المالية الاسلامية ، فأعطت الصكوك العديد من الحلول التمويلية و أصبحت بديلا شرعيا للأدوات المالية التقليدية و ما خلفته في الكثير من المرات مثل أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 ،هذا خلق طفرة عالمية في الاهتمام بالصكوك الاسلامية تمخض عنها نمو متسارع في حجم اصدارات الصكوك بفضل وجود العديد من الهيئات ساهمت في تطور اصداراتها .

1.2.2.3 تطورات اصدارات الصكوك في الأسواق المالية العالمية

من المعروف أن السوق المالي ينقسم من حيث التخصص الوظيفي الى قسمين هامين ،السوق الأولي او ما يعرف بسوق الاصدار و السوق الثانوي و يعرف ايضا بسوق التداول ،لهذا استوجب عرض الاتجاهات العامة لتطورات الصكوك في كلتا السوقين مع تقديم تحاليل التي من شأنها ارشاد و توجيه المهتمين بسوق الصكوك من حكومات و المؤسسات المالية و المصدرون و المستثمرون لاتخاذ القرارات المناسبة و السليمة .

الشكل رقم(3–1) : اجمالي اصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة (2001– 2023)



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على (Market, 2024, p. 25)

في تفسيرنا للتطورات المسجلة في سوق الصكوك العالمية خاصة بعد التعافي من الازمة المالية العالمية لسنة 2008 و ما خلفته من تداعيات سلبية ،مع تسجيله نوع من التراجع الملحوظ بين سنة 2014-2015 نتيجة لتوقف البنك المركزي الماليزي عن اصدار الصكوك المحلية القصيرة الاجل، مما أثر و خلق تقلبات نمو الصكوك السيادية خلال نفس الفترة ليشهد بعدها نمو حيث عرفت استقرار خلال سنة 2021-2022 وصلت الى :111,827 مليار دولار أمريكي ، حيث اعتمدت الكثير من الدول على غرار ماليزيا و إندونيسيا على هذا النوع لتمويل مشاريع البنى التحتية .

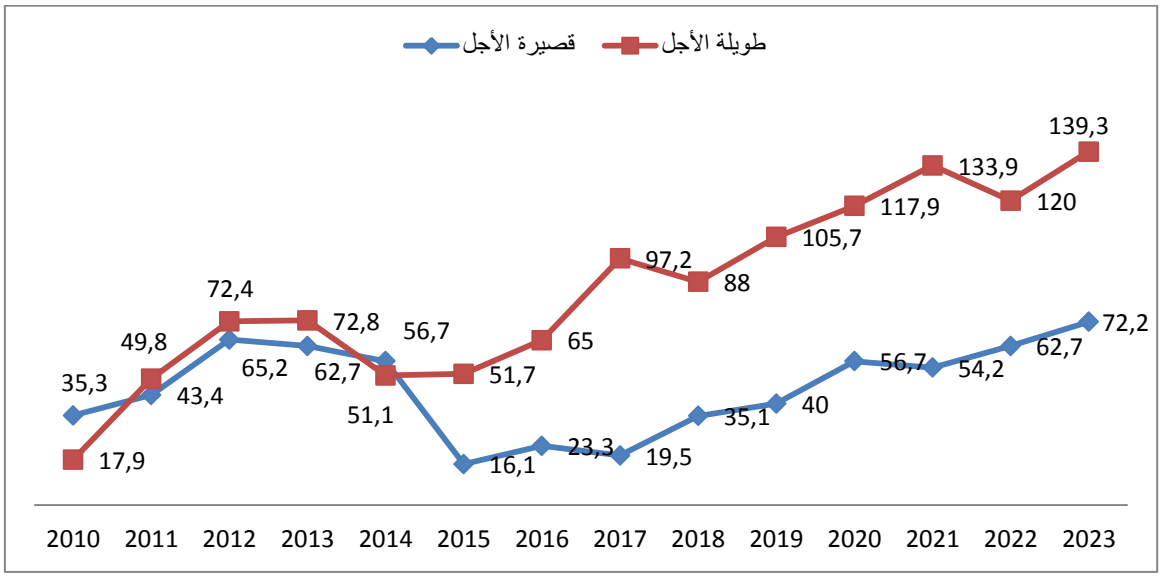
نجد ان سنة 2023 اختتمت بزيادة تصاعدية في حجم الاصدارات ، و أغلقت السنة بارتفاع يقدر ب 16% أو بحوالي 212 مليار دولار أمريكي ،يغلب عليها اصدارات الصكوك المحلية التي اقترنت بزيادة اصدارات الصكوك الدولية لسنة 2022 ، و من بين أهم العوامل التي ساهمت في نمو حجم اصدارات الصكوك هي دخول العديد من القطاعات في عملية الاصدار و ارتفاع الطلب القوي على طلبت الاكتتاب سواء في الاسواق المحلية او الدولية، كما أظهرت التوقعات الاقتصادية أن انخفاض الضغوط التضخمية كان عاملا اساسيا في التأثير الايجابي على اصدارات الصكوك لسنة 2024.

هيمنة الصكوك السيادية من آسيا و دول مجلس التعاون الخليجي على سوق الاصدار التي لعبت دور المحرك الرئيسي اضافة الى الصكوك الهجينة ،وبداية التركيز على الصكوك المتعلقة بالبيئة ،حيث سمح هذا التنويع في قاعدة الاستثمارات في نمو سوق الصكوك بشكل ايجابي ، كما حافظت ماليزيا هيمنتها على سوق الصكوك.

الشكل رقم(3-2): اجمالي اصدارات الصكوك العالمية قصيرة الأجل مقابل طويلة الأجل خلال الفترة:

(يناير2010ديسمبر 2023)

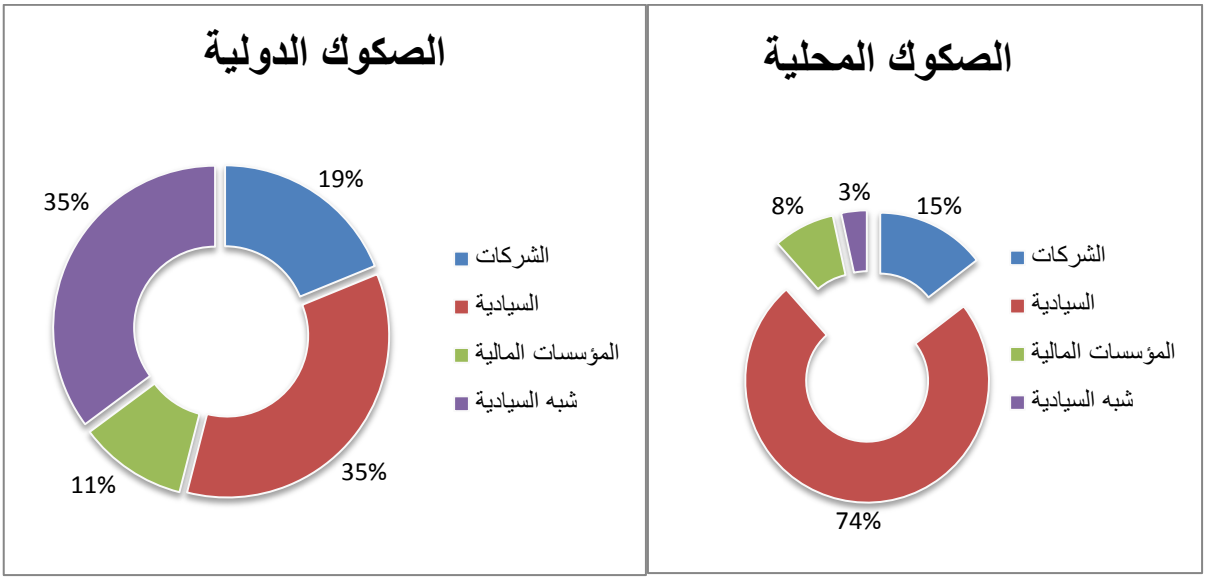
(**الوحدة** : مليار دولار أمريكي)



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (Market, 2024, p. 26)

الموضح من الرسم البياني أن اصدارات الصكوك القصيرة الأجل بلغت سنة 2023مايعدل 72,2مليار دولار أمريكي مقارنة بسنة 2022 التي بلغت 62,7 مليار دولا امريكي بنسبة ارتفاع مئوية قدرت ب 15,99%، بينما سجلت الصكوك طويلة الأجل زيادة سنوية قدرتها 16,08% وصلت 139,3 مليار دولا سنة 2023 مقابل اصدار سنة 2022 الذي بلغ 120 مليار دولار أمريكي، هذا ما يعكس ان استخدامات الصكوك تذهب الى مشاريع البنية التحتية التي تحتاج الى صكوك طويلة الاجل هذا ما دعم تفوقها العالمي عكس الصكوك القصيرة الأجل التي تذهب غالبا لإدارة السيولة.

الشكل رقم(3-3) :النسب المئوية لإجمالي مختلف الاصدارات للصكوك المحلية و الدولية لسنة 2023

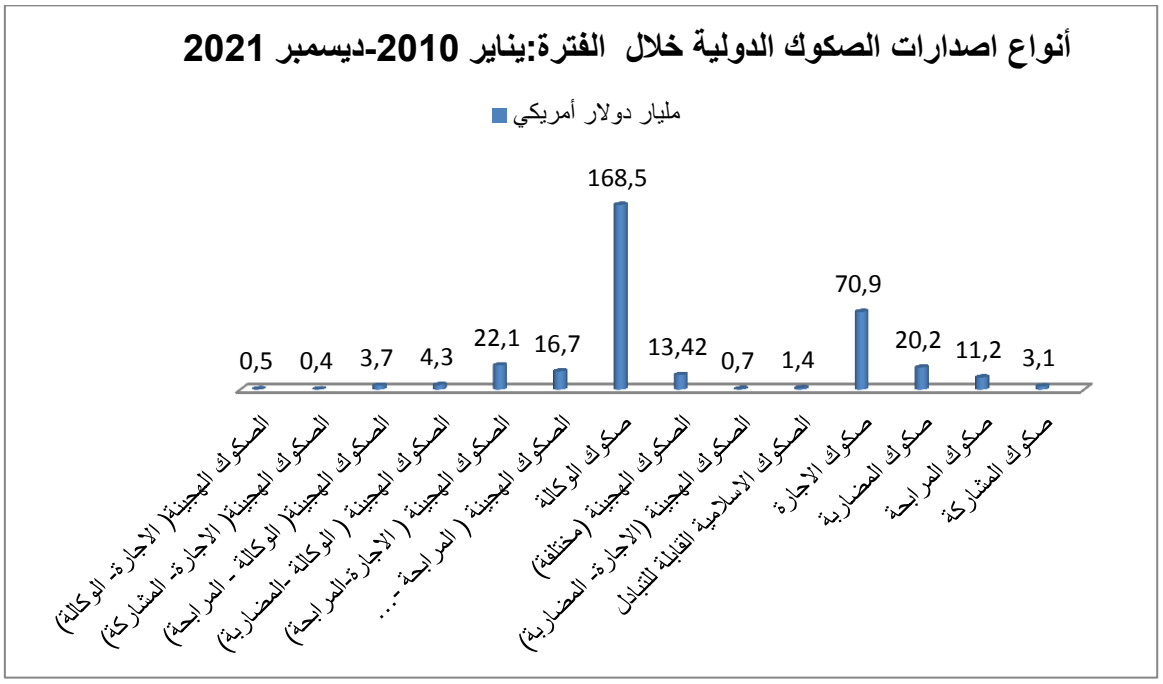


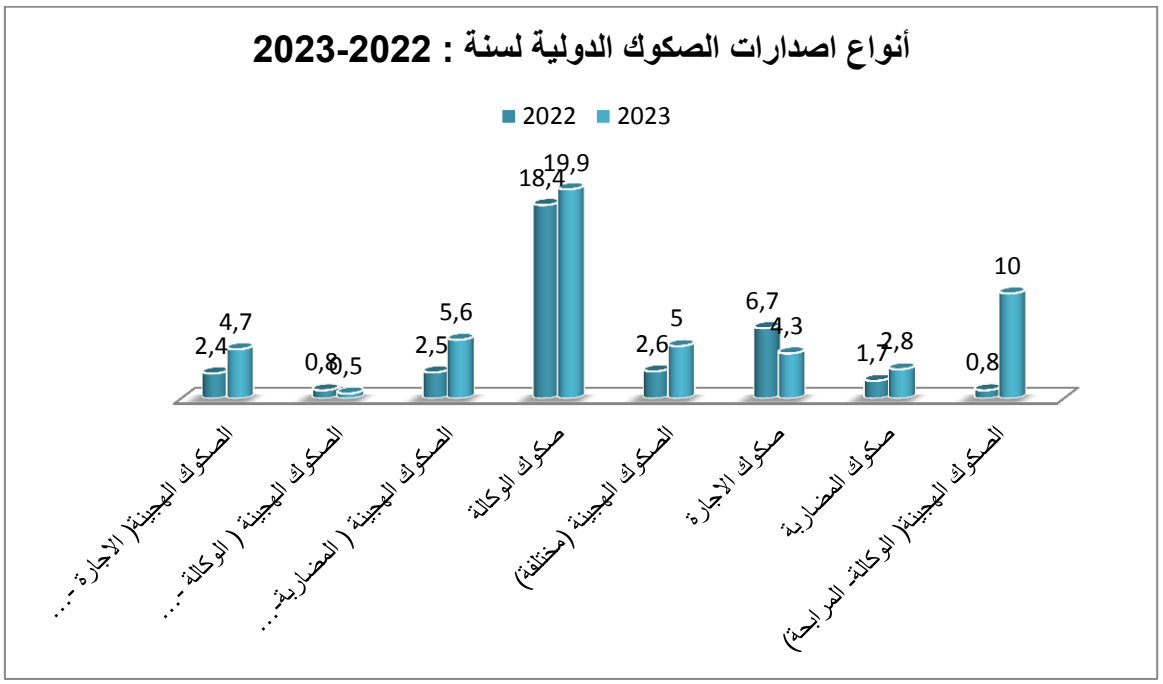
المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Market, 2024, pp. 49-50)

من خلال قراءة الشكل نلاحظ هيمنة اصدارات الصكوك السيادية على باقي الانواع الأخرى سواء في على المستوى المحلي أو الدولي، وصل حجم الاصدارات المحلية للصكوك السيادية لسنة 2023 قيمة قدرها117,8 مليار دولا أمريكي بنسبة تعادل 74% ،وفي نفس السنة وصل حجم اصدار الصكوك السيادية و الشبه السيادية على المستوى الدولي قيمة قدرها 18,5 مليار دولا أمريكي بنسبة مئوية تقدر ب 35% لكل نوع منهما بالتالي سيطرت تامة بمجموع 70%على باقي انواع الاصدارات الدولية ،هذا ما يعكس رغبة الدول في تعبئة المدخرات لتمويل متطلبات التنمية و تمويل الانشطة الانتاجية.

شكل رقم (3-4): أنواع اصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة (2010-2023)

(**الوحدة** : مليار دولار أمريكي)





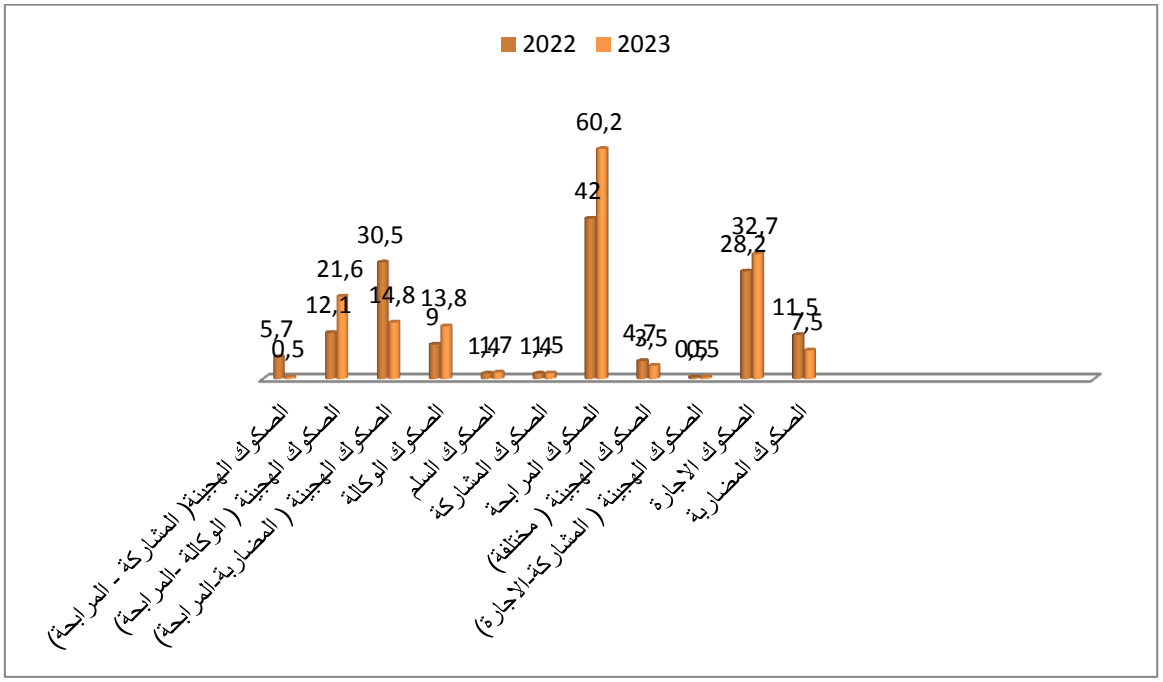
المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Market, 2024, pp. 61-62)

من خلال تفسيرنا للأشكال أعلاه المتعلقة بسوق اصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة 2010-2021 تشير الى هيمنة صكوك الوكالة بحصة قدرها 168,5 مليار دولار بما يعادل نسبة مئوية تقدر بـ50% وسجلت في سنة 2022 نسبة تقدر

بـ51% بينما سجلت سنة 2023 انخفاضا في حصة سوقها من اصدارات هذا النوع لتصل الى 38% و سجلت صكوك الاجارة بدورها تراجع ملحوظ و هذا راجع لظهور الصكوك الهجينة التي أعطت مرونة كبيرة في التمويلات التي تعتمد على الصكوك .

الشكل رقم (3-5) :أنواع اصدارات الصكوك المحلية لسنة(2022-2023)

(**الوحدة** : مليار دولار أمريكي)



المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Market, 2024, pp. 63-64)

الملاحظ من الاشكال أعلاه و المتعلقة بإصدارات الصكوك على مستوى الاسواق المحلية خلال الفترة 2010- 2023 هيمنة صكوك المرابحة على غالبية اصدارات الصكوك الاخرى بفضل بساطة هيكلها و وضوح العائد و انخفاض درجة المخاطرة، حيث بلغت الى 60,2 مليار دولار لسنة 2023 بما يعادل نسبة قدرها 38% من اجمالي الاصدارات المحلية اضافة الى بروز انواع أخرى هجينة من الصكوك شأنها شأن اصدارات الصكوك الدولية.

جدول رقم(3-4) : حجم اصدارات الصكوك المحلية و الدولية لبعض الدول خلال الفترة (يناير 2001- ديسمبر 2023)

(**الوحدة** : مليار دولار أمريكي)

الدولة	حجم اصدار لصكوك المحلية	حجم اصدار الصكوك الدولية
اندونيسيا	162,9	29,63
ماليزيا	918,64	26,4
باكستان	34,99	4,6
هونغ كونغ	-	3,2
البحرين	30,25	19,9
الاردن	1,26	-
الكويت	1,15	7,28
سلطنة عمان	3,32	6,97
قطر	36,47	17,2
المملكة العربية السعودية	204,79	67,53
الامارات العربية المتحدة	10,75	105,51
اليمن	0,25	-
مصر	0,60	1,5
نيجيريا	2,73	-
السودان	20,45	0,13
تركيا	76,28	30,52
المملكة المتحدة	-	2,45
الولايات المتحدة الامريكية	-	1,87

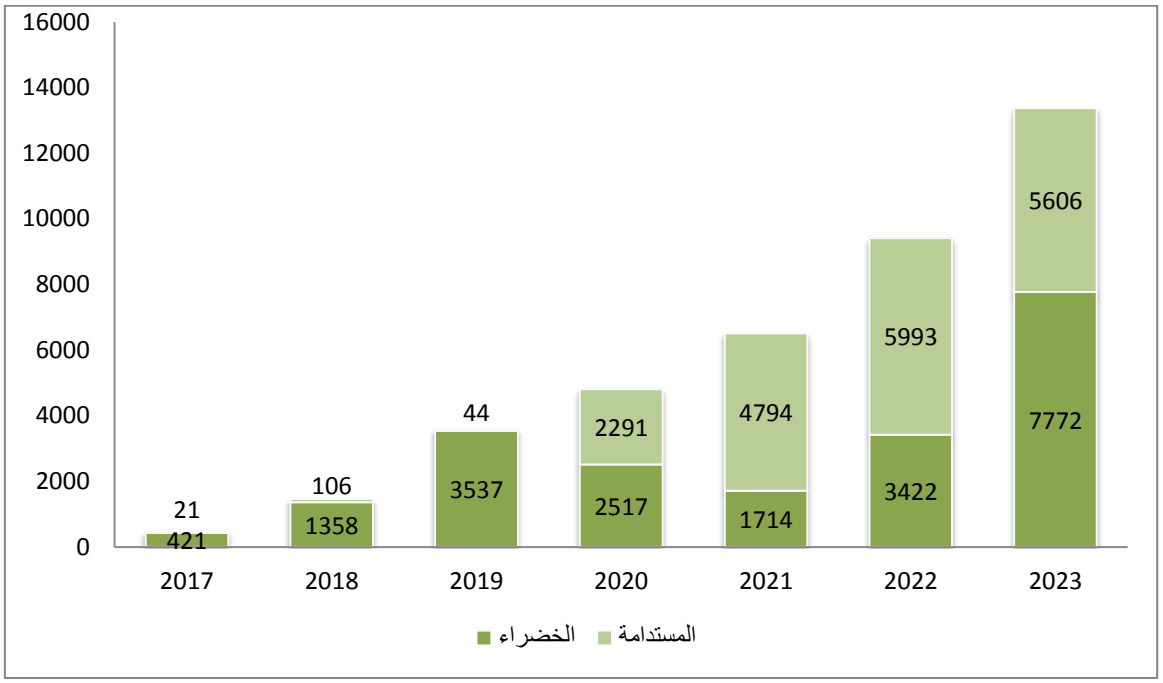
المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على (Market, 2024, pp. 54-55-58-59-60)

رغم و جود تفاوت كبير في حجم الاصدارات بين الدول الا ان هناك تفوق واضح للإصدارات المحلية على الاصدارات الدولية حيث تتصدر بعض الدول السوق في حين توجد مساهمة محدودة لدول أخرى ، كما تتصدر ماليزيا حجم الإصدارت المحلية في حين تتصدر الامارات العربية المتحدة حجم الاصدارات الدولية.

إن سبب تفوق اصدارات الصكوك المحلية على الدولية يعود الى ان اصدارات الصكوك المحلية تتميز بسهولة الوصول الى المستثمرين و كذا انخفاض تكلفة الاصدار بالإضافة الى سهولة الاجراءات و التنظيم عكس الاصدارات الدولية.

شكل رقم (3–6): اصدارات الصكوك الخضراء و المستدامة خلال الفترة (2017-2023)

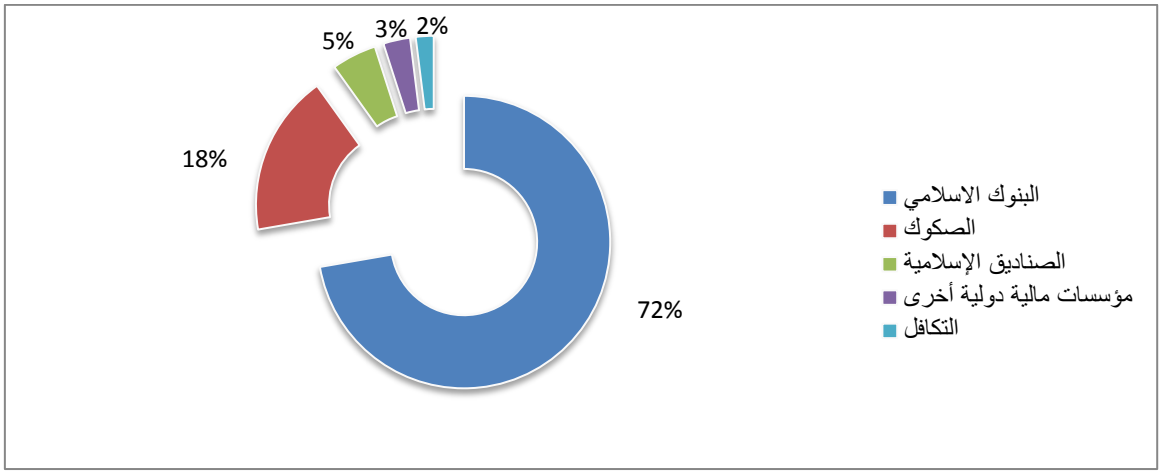
(الوحدة: مليون دولار أمريكي)



المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على (Market, 2024, p. 131)

الملاحظ من الشكل ان اجمالي اصدارات الصكوك المستدامة و الخضراء في زيادة ايجابية و مستمرة من سنة لأخرى و هو ما يشير الى زيادة اهتمام الدول في تقليل الانبعاثات الكربونية من خلال السعي الى تمويل مشاريعها وفق التمويل الاسلامي المتمثل اساسا في الصكوك، حيث وصل حجم اصدارات الصكوك الخضراء و المستدامة سنة 2023 حجم 13,378 مليار دولار أمريكي مقارنة بسنة 2017التي كان حجم الاصدار 442 مليون دولار ،كما تهيمن ماليزيا على اصدارات هاته الانواع من الصكوك حلال نفس الفترة المذكورة أعلاه بحجم اصدار قدره 11,562 مليون دولار أمريكي.

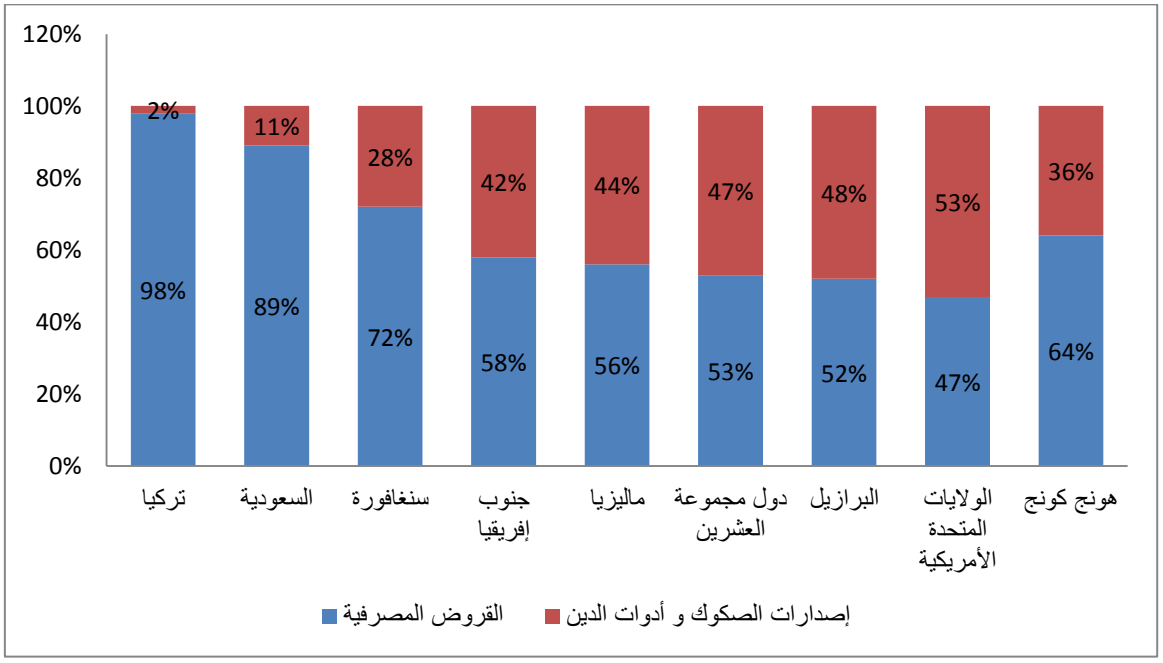
شكل رقم(3–7) :التوزيع النسبي لسوق الصكوك مقارنة بباقي أسواق الصناعة المالية الاسلامية الأخرى



المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (ICD, 2024, p. 09)

القراءة الاولية للشكل أعلاه الذي يعكس النمو الايجابي لتطور و اتساع سوق الصكوك و احتلالها مراتب مهمة في سوق الصناعة الاسلامية بفضل قدراتها التمويلية و تنوع ادواتها الاستثمارية في مختلف المشاريع هذا ما جعلها تحظى بقبول لدى العديد من المستثمرين (أفرادا أو حكومات أو مؤسسات).

شكل رقم (3–8):توزيع نسبة تمويل الشركات عبر سوق الصكوك مقارنة بنسبة تمويلها بالقروض المصرفية



المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (هيئة السوق المالية، 2024، صفحة 12)

يشير الشكل الى اعتماد بعض الدول مثل أمريكا و هونج كونج بشكل كبير على سوق أدوات الدين بما فيها الصكوك و السندات التقليدية بدلا من القروض المصرفية ، و هو مؤشر على تطور الاسواق المالية لديها ، أما ماليزيا فهي من الدول الرائدة في استخدام الصكوك التي تعتمد عليها كأداة تمويل رئيسية، ام فيما يخص دول كتركيا و السعودية رغم طابعهم الاسلامي إلا أن الاعتماد لايزال مرتكزا بكثرة على القروض المصرفية و هذا يشير الى ضعف البنية السوقية للصكوك .

3.2.3 نماذج مشاريع دولية تم تمويلها عن طريق اصدارات الصكوك

1.3.2.3مشروع الصكوك الوقفية النيوزيلاندية:

تعود فكرة بداية طرح اولى صكوك الوقف بنيوزيلاندا الى مجموعة من الورشات السابقة لعملية اطلاق هذا النوع من الصكوك بداية من ماليزيا بتاريخ 18 أوت 2018 الذي حضره العديد من العلماء و ممثلي وكالات التصنيف و ممثلي المؤسسات المالية الاسلامية للبحث و النقاش حول آلية طرح الصكوك الوقفية اضافة الى الورشة الثانية التي أقيمت بالإمارات العربية في 13أكتوبر 2016 و أعقبتها ورشة ثالثة بالمملكة العربية السعودية بالمدينة المنورة تحديدا بتاريخ 27و28 ديسمبر 2016 إضافة الى ورشة أخرى أقيمت بكندا بين 13 و 15 فيفري 2017 حيث كان الهدف من هذه الورشات حول كيفية إرساء قواعد تطبيق الصكوك الوقفية و تشجيع الصناعة الوقف في نيوزيلاندية و باقي دول العالم ذات الاقلية المسلمة .

كان الهدف من هندسة الصكوك الوقفية النيوزيلاندية الاستفادة القصوى من التبذير و الهدر في مخلفات أضاحي العيد لمسلمي دول العالم خاصة الغربي منه، الذي وصل الى خمسة ملايين أضحية من خلال استغلالها الاضاحي في مشاريع اخرى و تمويل العائد منها للفقراء و المعوزين. و كان التحدي في انجاز مزارع و قفية توفر خمسة ملايين أضحية و بناء المسالخ و لا تكون مقتصرة على نيوزيلاندا فقط بل تشمل إستثمار اموال الوقف خارج البلد ، كإنجاز مزارع وقفية في استراليا و البوسنة و السودان تستخدم التكنولوجيا الزراعية المتطورة و اليد العاملة المؤهلة . حيث تلقى عملها القبول من الاكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA بتاريخ 03\11\2016 هذا على غرار موافقة هيئة الاوراق المالية الماليزية في 2019 . (علامة و مريم قايد، الصكوك الوقفية و أهمية إدماجها في الاقتصاد الجزائري مع الاشارة الى التجربة النيوزيلاندية، 2022، الصفحات 288-290)

جدول رقم(3-5): مداخيل بيع مواشي أضاحي العيد في نيوزيلاندا

السنوات	عدد المواشي	الزيادة في عدد المواشي	المجموع	الملاحظة	المداخيل
السنة الاولى	100.000	0	100.000	\	\
السنة الثانية	100.000	144.000	244.000	بيع 104.000أضحية و الاحتفاظ بـ40.000	18,3 مليون دولار
السنة الثالثة	100.000	201.000	341.000	بيع 201.000 أضحية	35,2 مليون دولار

				و الاحتفاظ ب 40.000	

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (بن يونس، 2014)

المبين من الجدول أعلاه هو ارتفاع مداخيل من السنة الثانية الى الثالثة انتقل من 18,3 مليون دولار الى 35,2 مليون دولار بنسبة ارتفاع تقدر 93 % باستثناء السنة الاولى التي تعبر عن بداية النشاط ، بالتالي يمكن القول ان المشروع له أثر اقتصادي واضح .

جدول رقم (3-6) : بيانات الصك الوقفي النيوزيلاندي

بيانات الصك الوقفي	التفاصيل
القيمة	ألف دولار
الاسم	صك وقف الاضاحي و المزارع الوقفية
المردود	الحفاظ على قيمة الصك الوقفي وتحقيق ريع مستمر يخصص لتنفيذ الاضحية توزع على فقراء المسلمين حتى يعد وفاة صاحب الصك، إضافة الى المشاريع الوقفية التي تسمح في الاستفادة من أصواف و بقايا المواشي من جلود و عظام و ألبان
العدد المطروح	100.000 صك وقفي عند الاصدار
المستهدفون	كافة مسلمي العالم مع التركيز على مسلمي الدول الغربية
الاشراف	يكون تحت اشراف هيئة وقفية أو بنك اسلامي

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (حسين ب.، 2017، صفحة 15)

2.3.2.3صكوك شامة السودانية

مشروع شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)

تعتبر السودان من أبرز الدول التي تعتمد في تمويل النشاط الاقتصادي عن طريق اصدارات الصكوك بأنواعها المختلفة ،فحاجة الحكومة السودانية الى تمويل أصول مصفاة البترول تم اصدار هذا النوع من الصكوك الذي يعبر عن صيغة اجارة اسلامية تهدف الى حشد الموارد من المستثمرين عن طريق الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة و تأجيرها لوزارة المالية السودانية اجارة تشغيلية لتحقيق عوائد للمستثمرين فيها ، حيث تقوم العلاقات التعاقدية بين الاطراف الأتية :

- المستثمرون؛
- الشركة؛
- الوزارة (البائع للأصل و المستأجر له بإجارة تشغيلية).

تقوم العلاقة بين المستثمرين و الشركة على أساس عقد الوكالة مقابل أجر، وبين الشركة و الوزارة على أساس شراء الأصل منها و تأجيره لها. (بومدين، 2020-2021، صفحة 97)

جدول رقم (3-7): الناتج المحلي الاجمالي لقطاع الصناعات التحويلية و اليدوية و الصناعات الاستخراجية في السودان لسنة 2022-2023

(الوحدة : مليون جنيه سوداني)

السنة / القطاع	2022			2023		
	القيمة	معدل النمو %	المساهمة %	القيمة	معدل النمو%	المساهمة %
قطاع الصناعات التحويلية و اليدوية و الصناعات الاستخراجية	6.831641,41	62,6	22,2	5.636.451	17,5	21,4
التعدين و التحجير	465.552	75	1,5	1.176.977	152,8	4,5
الصناعات التحويلية	4.795.628	204,7	15,6	2.862.527	40,3	10,9
الكهرباء و الماء و الغاز	972.781	979,7	3,2	1.019.477	4,8	3,9
البناء و التشييد	597.680	11,3	1,9	577.470	3,4	2,2

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (بنك السودان المركزي، 2024، صفحة 37)

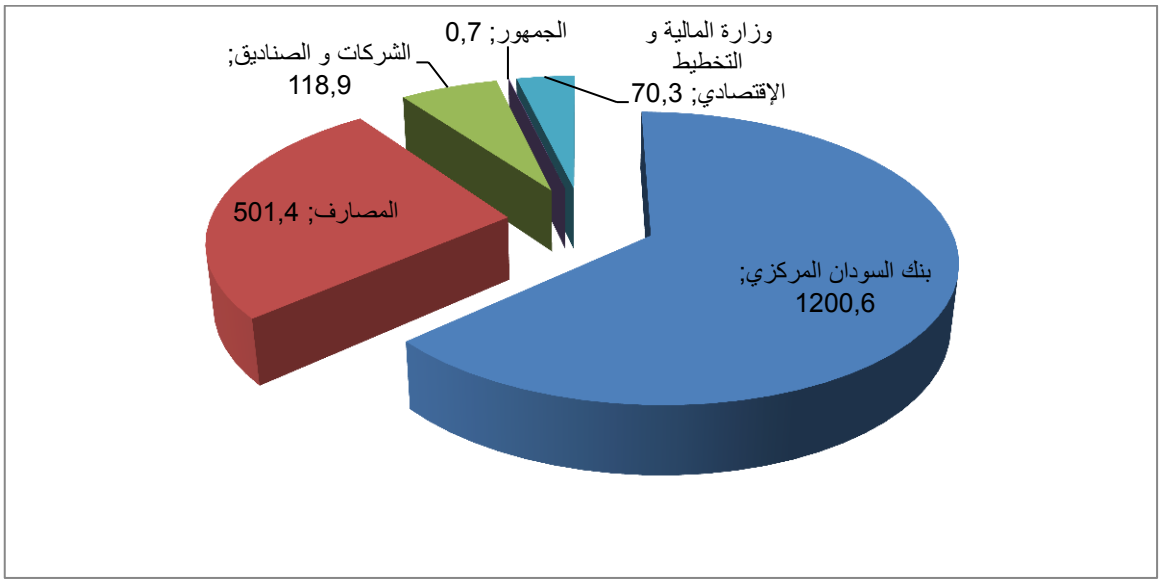
جدول رقم(3-8) :نسبة مساهمة شهادة اجارة في اصول مصفاة الخرطوم للبترول

البيان	2021			2022		
	عدد الشهادات المبيعة	القيمة (مليون جنيه)	نسبة المساهمة %	عدد الشهادات المبيعة	القيمة (مليون جنيه)	نسبة المساهمة %
شهادة إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)	3.784.000	1.892	4,3	3.784,000	1.892	4,4

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (بنك السودان المركزي، 2024، صفحة 101)

شكل رقم(3–9): التوزيع القطاعي لشهادات شامة لسنة 2022

(الوحدة : مليون جنيه سوداني)

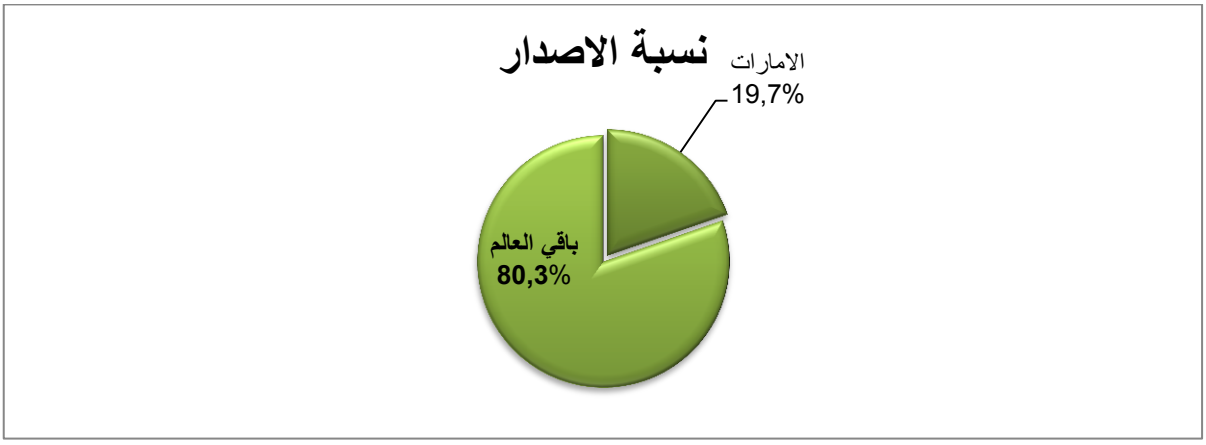


المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (بنك السودان المركزي، 2024، صفحة 102)

3.3.2.3صكوك تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الامارات

يساهم التمويل الاسلامي في العمل على تحفيز و دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الامارات العربية المتحدة بقيمة تمويلية جد معتبرة ، كما تحتل الامارات مكانة جد مرموقة في إصدارات الصكوك عالميا ، الامر الذي يعكس مدى اعتمادها على هذه الأداة المالية في دعم العديد من المشاريع سواء على المستوى المحلي أو الدولي.

شكل رقم (3–10) :مقارنة اصدارات الصكوك الاماراتية مع باقي العالم



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي، 2024، صفحة 49)

الملاحظ من خلال الشكل أن الامارات العربية أحدثت نقلة نوعية في مجال التمويل الاسلامي عامة، و في الصكوك الاسلامية خصوصا ، لعبت البنوك الاسلامية في الامارات دورا رئيسيا في ترتيب اصدارات الصكوك عالميا ، بلغت قيمة 45 مليار دولار أمريكي بنسبة مئوية قدرها 19,7% من أجمالي اصدارات الصكوك عالميا التي بلغت 228,5 مليار دولار أمريكي بنسبة 80,3 %، هذا ما جعل الامارات تحتل مكانة عالمية .

- **مساهمة الصكوك في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية الاماراتية :**

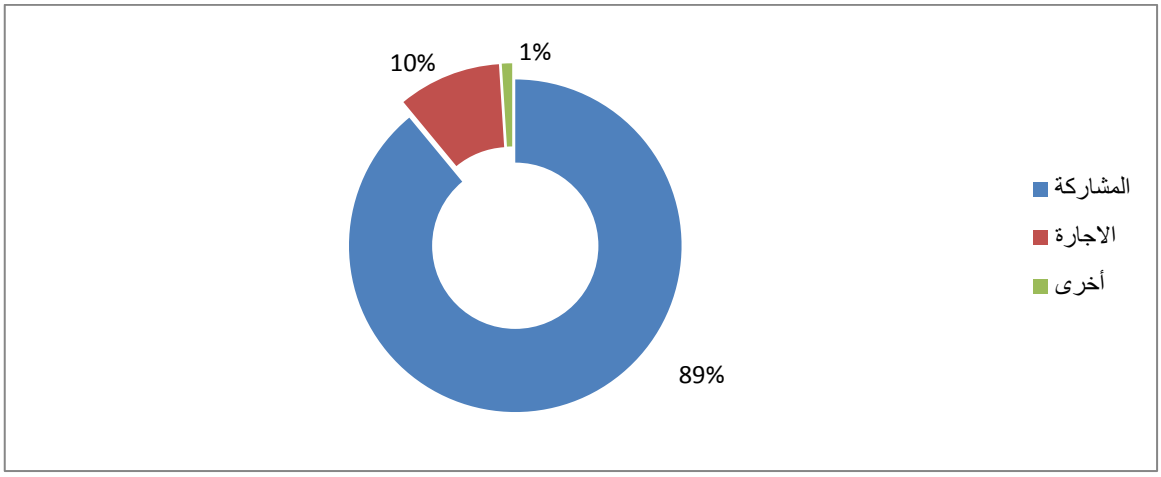
قام مصرف أبوظبي بتمويلات عديدة لمشاريع مختلفة عن طريق اصدارات الصكوك وفق صيغ مختلفة ، ومن أهم هذه المشاريع :

- **تمويل الصكوك لشركة "الشرقية المتحدة للخدمات الطبية"**: قام مصرف أبوظبي الاسلام بتقديم قيمة قدرها 750 مليون درهم لتمويل هذه الشركة بصيغة صكوك المرابحة ،حصل على إثرها هذا البنك على أفضل صفقة تمويل مرابحة .
- **تمويل شركة "حديد الامارات"**: منح مصرف أبوظبي الاسلامي تسهيل ائتماني لشركة "حديد الامارات"، بلغ حجم التمويل 400 مليون دولار أمريكي لمدة 04 سنوات بصيغة صك مرابحة.
- **تمويل هيئة الكهرباء و مياه دبي** : قام بنك دبي الاسلامي سنة 2019 بتوقيع اتفاقية مع هيئة الكهرباء و مياه دبي لتمويل السيارات الكهربائية ضمن "متجر ديوا" ،الذي من شأنه تشجيع المتعاملين مع الهيأة اقتناء سيارات صديقة للبيئة من خلال الصكوك الخضراء.
- **تمويل شركة طيران الامارات**: حصول شركة الطيران الاماراتية على قيمة تمويل قيمته 600 مليون دولار بفصل اصدارات الصكوك لمدة 10سنوات ،كان الهدف من هذا الاصدار الحصول على السيولة الكافية لزيادة أسطولها الجوي وشراء الطائرات إضافة الى تمويل رأس المال العامل .
- **تمويل شركة تبريد الاماراتية** :تم تمويل هذا المشروع بواسطة صكوك الاجارة بقيمة تقدر ب 100 مليون دولار أمريكي سنة 2012 ،هذا ماساهم في تعزيز معدل الربحية ، كما سمح بتوسيع شبكتها التشغيلية. (محلق و الطيب بولحية، 2021، صفحة 432)

4.3.2.3 الصكوك الاجارة السيادية الباكستانية

برزت في العقود الأخيرة على الساحة الباكستانية الصكوك الاسلامية و أثبتت تطورا ملحوظا بفضل قدرتها على التنمية الاقتصادية في البلد، بدأت أول عملية طرح سنة 2006 من خلال العديد من الاصدارات لتمويل العديد من المشاريع ،كما شهد سنة 2023 تفوقا ماليا في سوق الصكوك بفضل اصدارات الحكومة الذي بلغ 50 اصدارا، بقيمة تراكمية قدرها 1,780 مليار روبية باكستانية (Market, 2024, p. 147).

شكل رقم (3–11): هيكل اصدارات الصكوك في باكستان لسنة 2023



المصدر : من اعداد البحث بالاعتماد على (Market, 2024, p. 148)

من خلال الشكل يتضح ان هيكل اصدارات الصكوك في باكستان يغلب عليها صكوك المشاركة و صكوك الاجارة المستخدمان بكثرة لتمويل مشاريع البنية التحتية في باكستان و من بين أهم المشاريع الممولة بفضل اصدارات الصكوك نذكر أهمها:

- **صكوك شركة كراتشي لتوليد الكهرباء:** بلغت قيمة اصدارات الصكوك ستة مليارات روبية باكستانية لسنة 2014 ، كان الهدف من اصدار الصكوك تعزيز البنية التحتية و زيادة القدرة الانتاجية و تحديث شبكة توليد و توزيع الكهرباء،كانت بصيغة صكوك الاجارة التي تعبر عن 75% من الاصدارات (alam & and others, 2020, p. 48)

5.3.2.3 صكوك شركة المراعي السعودية

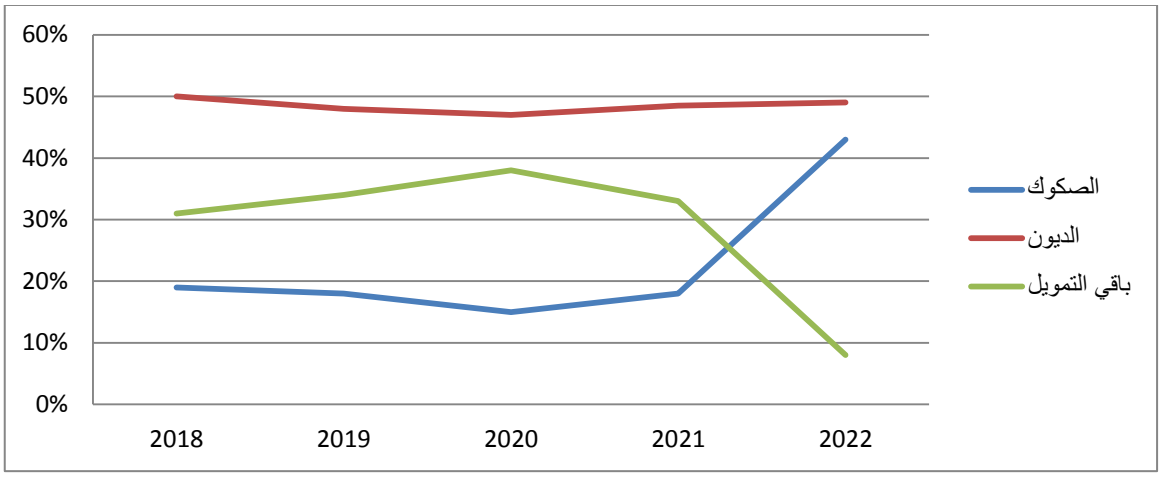
تعد شركة المراعي من أهم الشركات في الشرق الأوسط التي تهتم بإنتاج المواد الغذائية الاستهلاكية و المشروبات في الشرق الأوسط، وهي شركة ذات أسهم سعودية ولها عدة فروع في مجلس التعاون الخليجي و مصر و الأردن ، و بالتزامن مع إنجازات هاته الشركة و توسعها الجغرافي أصبحت الحاجة الى مزيد من التمويلات على غرار القروض البنكية اضافة الى الصكوك التي تعبر عن صيغة تمويلية اسلامية دون حاجتها الى دفع الفوائد الربوية ، اعتمدت شركة المراعي على الصكوك لتمويل توسعاتها الرأسمالية خاصة على المشاريع ذات العائد الاستثماري المرتفع . (المراعي، 2024)

جدول رقم (3-9): حجم التمويلات المختلفة لشركة المراعي لسنة 2024

مصدر التمويل	مبلغ التمويل الاساسي	طريقة السداد	تاريخ الاستحقاق
البنوك و المؤسسات المالية (تسهيلات بنكية اسلامية)	10.425,9	ربعي، نصف سنوي، سنوي	2025الى2032
تسهيلات بنكية لشركات تابعة أجنبية	517,0	ربعي، نصف سنوي، سنوي	2025 الى 2028
صندوق التنمية الصناعية السعودي	612,1	نصف سنوي	2025 الى 2028
مؤسسات فوق قومية	214,6	نصف سنوي	2025 الى 2027
صندوق التنمية الزراعية	366,0	سنوي	2025 الى 2027
صكوك دولية	2.865,2	مبلغ مقطوع	2033

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (المراعي، 2024، صفحة 132)

شكل رقم (3-12) : نسب أنواع التمويل لشركة المراعي خلال الفترة 2018 -2022



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (المراعي، 2024)

يتضح من خلال الشكل أن نسبة التمويل عن طريق الصكوك الاسلامية في شركة المراعي أخذ بالارتفاع ، انطلق من 19% في سنة 2018 ليصل الى 43% سنة 2022 ، هذا الأمر الذي يعكس التوجه الايجابي و الاستراتيجية الجديدة التي اتخذتها الشركة للتوسع في نشاطها عن طريق اعتمادها على الصكوك كأداة تمويلية أساسية من جهة و تنويع المصادر التمويلية من جهة أخرى.

4. 2.3 عرض تجارب دولية في اصدار و تداول الصكوك

في ظل سعي الجزائر التوسع في تبني أدوات التمويل الاسلامي، و على رأسها الصكوك ،أصبح من الضروري أخذ دروس من تجارب دولية سابقة قد نجحت في هذا المجال بهدف الاستفادة منها، كما تعد دراسة هذه التجارب خطوة مهمة لفهم المتطلبات التنظيمية و المؤسساتية و الفنية التي قد أسهمت في نجاح عملية اصدار و تداول الصكوك ، أو حتى في تعثرها الذي يمكن ان يكون درسا يمكن تجنبه عند اطلاق الصكوك في الجزائر.

وقع الاختيار على أربعة تجارب دولية (ماليزيا، السعودية، المملكة المتحدة، مصر)، كنماذج متنوعة تعكس مختلف البيئات القانونية و الاقتصادية وحتى الجغرافية، حيث كان هذا الاختيار لعدة دوافع مختلفة.

- **التجربة الماليزية** : باعتبارها نموذجا رائدا وناجحا في اصدار و تداول الصكوك عالميا و في تنظيم و تطور البيئة التشريعية و تطور أسواقها المالية ،و على اساس اعتبارها دولة اسلامية غير عربية من قارة آسيا
- **التجربة السعودية** : تعد نموذجا ناجحا في منطقتنا العربية خاصة مع اطلاقها لبرنامج وطني حول الصكوك السيادية على المستوى المحلي و الدولي.
- **تجربة المملكة المتحدة** : تعتبر من التجارب الفريدة خصوصا أنها دولة من قارة أوروبا و غير مسلمة ، وكيف تمكنت من اصدار صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية في منظومة تشريعية تقليدية غربية .
- **التجربة المصرية** : تعد من التجارب العربية و الافريقية الناشئة في اصدار و تداول الصكوك السيادية ،في ظل وجود العديد من التحديات ا التي واجهتها.

1.4.2.3 دراسة التجربة الماليزية

تعتبر ماليزيا من الدول الرائدة في مجال التمويل الاسلامي على المستوى العالمي، حيث اعتمدت هذا النظام منذ سبعينات القرن الماضي ، ليصبح أهم مكونات بنيتها المالية و الاقتصادية ،كما برزت الصكوك كأحد أهم هاته الأدوات المالية التي تم إصدارها لأول مرة سنة 1990، لعبت دورا جوهريا في تعبئة الموارد و تمويل المشاريع ،و قد أسهمت ماليزيا في تطوير الصكوك من خلال تطوير هياكلها التمويلية و التشريعية و الرقابية مما جعلها تعتلي الريادة عالميا .

1.1.4.2.3 تطور صناعة التمويل الاسلامي في ماليزيا:

أصبحت ماليزيا من أهم الدول الاسلامية من حيث الاقتصاد ، كما أنجزت في العقود الأربعة الماضية العديد من القفزات الهائلة و المتميزة في التنمية الاقتصادية و البشرية جعلها تدخل ضمن الدول الكبرى في آسيا من خلا التوسع في الصناعة و الاستثمار الأجنبي و ايجاد فرص كبيرة لتحسين مستوى الدخل و التخفيف من حدة الفقر و البطالة كل هذا كان ثمار انتهاجها نظام التمويل المزدوج شق منه تقليدي و آخر اسلامي متوافق مع أحكام الشريعة . والصكوك الاسلامية تعبر عن جزء من نظام التمويل

الاسلامي فالحديث عن الصكوك الاسلامية في ماليزيا يؤخذنا الى الحديث واقع التمويل الاسلامي في ماليزيا ككل، و سنحاول ابراز أهم المحطات التاريخية التي عرفها التمويل الاسلامي في ماليزيا .

- **المرحلة الأولى (1970–1999):**

رغم ان فكرة انشاء تمويل اسلامي تعود الى سنة 1963 التي تعتبر الخطوة الأولى و الحجر الأساس لقيام التمويل الاسلامي في ماليزيا من خلال انشاء صندوق الحج "Tabung Haji"،الذي بدأ كمؤسسة ادخار المسلمين الراغبين في أداء هذه فريضة الحج و تطور الى مؤسسة مالية غير مصرفية.

– اصدار قانون رقم (276) المتعلق الخدمات المصرفية الاسلامية لسنة 1983 ، الذي مكن من تأسيس بنك إسلام ماليزيا (بيرهاد)، و يعتبر أول بنك اسلامي متكامل، ثم يأتي الدور لافتتاح أول شركة تكافل في ماليزيا سنة 1984 (Syarikat Takaful Malaysia).

–السماح للبنوك التقليدية بفتح نوافذ اسلامية و تقديم منتجات متوافقة مع أحكام الشريعة و كان هذا من خلال قانون المؤسسات المصرفية و المالية لسنة 1989 تحت رقم 372.

– إنشاء أول صندوق وحدة ثقة اسلامي (Islamic unit trust fund) كان هذا في سنة 1993 ، ليأتي بعدها في سنة 1996 إطلاق اول مؤشر للأسهم الاسلامية (RHB Islamic Index).

- **المرحلة الثانية (2000–2010):**

قامت ماليزيا في 2001 بهدف تحفيز النمو بإطلاق خطة رئيسية للقطاع المالي (2001–2010)، و لتحرير قطاعها المالي رفعت الحكومة سقف الاستثمار الاجنبي في البنوك الاسلامية و المحلية و شركات التأمين التقليدي و التكافلي من 49%الى 70% و كان هذا في سنة 2009 ،كما أعلن البنك المركزي (بنك نيجارا ماليزيا)او ما يعرف ب (BNM) في سنة 2009 بإصدار ترخيصين جديدين للصيرفة الاسلامية.

– قيام البنك المركزي الماليزي في أعقاب الازمة المالية العالمية بتعزيز أنظمة الرقابة من خلال اصدار قانون سنة 2009 ، الذي سمح بزيادة الرقابة و تحديد الاجراءات الوقائية و اتخاذ الاجراءات و التدابير اللازمة لتجنب المخاطر ، كما أتاح هذا القانون في توفير تفاصيل شاملة و عن وظيفة المجلس الاستشاري الشرعي كما عزز من استقلالية البنك المركزي و الوكالات الحكومية الأخرى.

– قيام ماليزيا في هذه الفترة قيادة الابتكار في صناعة الصناديق الاسلامية من خلال اطلاق أول صندوق استثمار عقاري اسلامي في العالم (I-REIT)في سنة 2006 ، وأول صندوق مؤشرات متداولة اسلامية في آسيا (I-ETFS)في سنة 2008.

–القيام في سنة 2001 ،بتأسيس المعهد المالي و المصرفي الاسلامي الماليزي (IBFIM) ؛

-القيام في سنة 2005 بافتتاح الجامعة الاسلامية العالمية في ماليزيا (IIUM)؛

- قيام (BNM) في سنة 2006 بتأسيس المركز الدولي للتعليم في التمويل الاسلامي (INCEIF)، التي تعتبر الجامعة العالمية الوحيدة المتخصصة في ميدان التمويل الاسلامي ؛

- قيام (BNM) في سنة 2008 بتأسيس(ISRA) "الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الاسلامية" التي تعتبر بمثابة مستودع للمعرفة و البحوث التطبيقية في مجال الشريعة و التمويل الاسلامي.

- **المرحلة الثالثة (2011 الى يومنا هذا):**

قام البنك المركزي الماليزي في سنة 2011 بوضع خطة جديدة لتطوير القطاع المالي الماليزي لغاية سنة 2020، من بين التوصيات البالغة عددها 69 توصية ،منها 12 تخص القطاع المالي الاسلامي الذي يسعى من خلالها البنك المركزي تحقيق الهدف الرئيسي و الاستراتيجي المتمثل في تدويل التمويل الاسلامي من خلال ذكر بعض منها :

- زيادة منح تراخيص للبنوك الاسلامية و شركات التكافل و اعادة التكافل ، ما ساهم في زيادة عدد اللاعبين في مجال الصناعة المالية الاسلامية بصفة عامة؛

-اصدار قانون الخدمات المالية الاسلامية (IFSA) لسنة 2013 ، الذ حل مكان سابقه من قانون الخدمات المصرفية الاسلامية لسنة 1983 و قانون التكافل لسنة 1984؛

-توفير البيئة القانونية و الضريبية المواتية لتنويع منتجات و خدمات التمويل الاسلامي في ماليزيا ،مثلا 2014 تم اصدار مبادئ توجيهية بشأن اصدار صكوك و سندات الاستثمار المستدام و منح حوافز ضريبية لمختلف المتعاملين في الاسواق المالية الاسلامية؛

كما قامت ماليزيا في فيفري 2015 بتطوير سوق الكتروني للتمويل الاسلامي من أجل تنمية التمويل الاسلامي من خلال الوصول الى المجتمع العالمي بسرعة ممن يبحثون عن الاستثمار في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الاسلامية .

اضافة الى تأسيس أول بنك اسلامي رقمي في ماي 2025 بهدف تعزيز الشمول المالي و تقديم خدمات مصرفية اسلامية عبر المنصات الرقمية. (AMRO, 2024)

2.1.4.2.3 الاطار القانوني و الرقابي لسوق الصكوك في ماليزيا:

قبل الحديث عن الاطار القانوني و الرقابي لسوق الصكوك في ماليزيا يجب التطرق لأهم السلطات التنظيمية و دورها في دعم هذا السوق ، و هي تختلف من دولة لأخرى و باعتبار الصكوك قطاع من قطاع رأس المال فهي تخضع لعدة هيئات و مؤسسات نذكر منها :

1.2.1.4.2.3 الجهات التنظيمية و الرقابية لسوق الصكوك في ماليزيا:

- **بنك نيجارا ماليزيا–BNM–**: و هو البنك المركزي الماليزي تم انشاؤه في 26يناير 1959، يتمتع بعدة صلاحيات قانونية شاملة و مختلفة للتنظيم و الاشراف المالي ، ويشرف البنك المركزي الماليزي على البنية التحتية لسوق الصكوك و سندات الدين المحلية من خلال :
  - **النظام الآلي للإصدار و المناقصة (FAST)**: هو عبارة عن نظام الكتروني يسهل جميع عمليات اصدار سندات الدين و الصكوك.
  - **نظام التحويل الإلكتروني الفوري لأموال و الاوراق المالية (RENTAS)**: وضع هذا النظام للحد من مخاطر تسوية معاملات الاوراق المالية ، وهو يقوم على تنفيذ جميع التحويلات لكل من الأوراق المالية و الأموال بين البائع و المشتري في نفس الوقت الذي يقوم فيه الأخير بدفع الاموال إلى البائع.

على غرار دخول **BNM** كمنظم لأسواق الصكوك و السندات بإمكانه دخوله كوكيل اصدار للأوراق المالية الحكومية أو كمشارك في السوق المالية. (Bank negara malaysia)

- **هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)** :هي هيئة تم تأسيسها في 01مارس 1993 ، و هي هيئة قانونية تتمتع باستقلالية مالية تتمتع بصلاحيات كالتحقيق و غيرها ، وترفع تقاريرها إلى وزارة المالية ولها العديد من المهام نذكر منها:
  - الاشراف على التبادلات ، ومراكز تبادل المعلومات ،والمستودعات المركزية؛
  - تعمل كسلطة موافقة على اصدار سندات الشركات؛
  - العمل على تنظيم جميع المسائل المتعلقة بالأوراق المالية و عقود مشتقاتها؛
  - تشجيع التنظيم و الاشراف الذاتي؛
  - تعمل على ضمان حسن سير مؤسسات السوق و الاشخاص المرخص لهم. (Securities Commission Malaysia)
- **المجالس الاستشارية الشرعية و اللجان الشرعية :**

يبرز دور هذه اللجان في مدى مطابقة المنتجات المالية الاسلامية في ماليزيا لأحكام الشريعة الاسلامية من ناحية ، و من ناحية أخرى تأسيس لجان شرعية داخل كل مؤسسة مالية أو بنك و هو ما يطلق عليه بنظام الحوكمة الشرعية ، حيث كان لهذه اللجان الاثر الكبير في تسريع نمو سوق الصكوك .

- **المجالس الاستشارية الشرعية** :تم تأسيسها سنة 1996 ومن أبرز مهامها:
  - التأكد من تطبيق مبادئ الشريعة في جميع المسائل المتعلقة بسوق رأس المال؛
  - تقديم لمشورة لهيئة الاوراق المالية بشأن اي مسألة شرعية؛

- تقديم المشورة لطالبيها من الافراد فيما تعلق بمعاملات سوق رأس المال.

➢ **اللجان الشرعية:** وفقا لاطار الحوكمة الشرعية للمؤسسات المالية يتم تشكيل لجان شرعية داخل المصارف والمؤسسات المالية لضمان مدى امتثالها بمبادئ الشريعة الاسلامية، وتتمتع هذه اللجان بالاستقلالية المالية و القانونية ، وترفع تقاريرها لمجلس الادارة و لها الحق و الحرية المطلقة في الحصول على كافة المعلومات. (mocharraf، 2020)

❖ **بورصة ماليزيا (BM)** : و هي الجهة الرئيسية المخول لها بتنظيم سوق رأس المال الماليزي تقوم على الحفاظ على سوق عادل و منظم للأوراق المالية و المشتقات التي يتم تداولها ، و تدير بورصة ماليزيا مجموعة من المنتجات التي تدخل ضمنها منتجات السوق المالي الاسلامي مثل الصكوك. (Bursa malaysia)

❖ **جهات تنظيمية و رقابية أخرى:**

➢ **مجلس معايير المحاسبة الماليزية (MASB):** هو الذي يقع على عاتقه مسؤولية اصدار المعايير المحاسبية لإعداد البيانات المالية الواجب تقديمها .

➢ **مجلس الايرادات الداخلية :** يعتبر من أبرز الوكالات التي تقوم بتحصيل الايرادات في وزارة المالية و هو يعمل كوكيل للحكومة و يقدم خدمات متعلقة بإدارة و تقييم و جمع و انفاذ فرض ضريبة أرباح الشركات و ضريبة الدخل و غيرها، اضاف الى مهام اخرى كتقديم المشورة للحكومة في المسائل الضريبية و التنسيق بين الوزارات و الهيئات القانونية.

➢ **وزارة التجارة الداخلية و شؤون المستهلكين(KPDN)** :تقوم بصياغة السياسات و الاستراتيجيات المتعلقة بتنمية التجارة الداخلية، كما تقوم بتشجيع الممارسة المثلى لحوكمة الشركات .

2.2.1.4.2.3 المنظومة القانونية لإصدار و تداول الصكوك في ماليزيا:

يعتبر الاطار القانوني أحد الاسس التنظيمية لسوق رأس المال، كما تعد القوانين التالي ذكرها من أهم التشريعات الماليزية لسوق رأس المال و الصكوك في ماليزيا :

- **قانون سوق رأس المال و الخدمات لسنة 2007:**

يعتبر القانون الصادر في ماي 2007 هو القانون الرئيسي الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية تم تشريعه من قبل البرلمان الماليزي، يهدف مضمون هذا القانون الى حماية المستثمرين و تعزيز ثقة الوكلاء أمام حملة السندات من جهة وتقوية هيئة الأوراق المالية من جهة أخرى. كما تمت اضافة مواد جديدة و هي المادة رقم 316 و317 على التوالي التي صنفت سوق رأس المال الاسلامي ضمن قطاع الأوراق المالية .

- **قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 1993:**

ترتبط هيئة الاوراق المالية الماليزية مباشرة بوزارة المالية ، وتعتبر هذه الهيئة الجهة الرقابية العليا الوحيدة في سوق رأس المال لماليزيا ، تقوم على تنظيم و تطوير سوق رأس المال ، اضافة فهي هيئة اعتبارية تتمتع بالاستقلالية القانونية لها سلطة التحقيق و التنفيذ ،

كما تقوم بالإشراف على سوق رأس المال و تطويره، و تسهيل اجراءات قبول عمليات الشركات و ضمان الحماية الكافية للمستثمرين.

- **قانون الشركات لسنة 1965** :

يعتبر هذا القانون الوحيد الذي يحكم كل الشركات التي تعمل في سوق رأس المال داخل دول ماليزيا، كما يلزم هذا القانون ثلاث أنواع من الشركات بأن تكون مسجلة للحصول على رخصة عمل و هي :

- الشركات المحدودة بالأسهم؛
- الشركات المحدود بالضمان؛
- الشركات غير المحدودة.

- **قانون الخدمات المالية الاسلامية لسنة 2013 (IFSA)**:

يعتبر هذا القانون ذروة الجهود المبذولة في إطار تطوير الاطار القانوني و هو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الاسلامية لسنة 1983، والمواد المناسبة لأنشطة المالية الاسلامية و عملياتها من قانون 1989 المتعلق بالمصرفية و المؤسسات المالية. تضمن كذلك نصوصا هامة تخص تطوير صناعة المالية الاسلامية. و يهدف قانون 2013(IFSA) إلى الامتثال لأحكام الشريعة الاسلامية و تعزيز الاستقرار المالي، وجاء في البند رقم 23 من نفس القانون على إلزام المؤسسات على ضمان أهدافها و أعمالها و عملياتها المتوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية. لأجل ذلك على المؤسسات المالية الامتثال لقرارات المجلس الاستشاري الشرعي في حلة ما أدركت المؤسسة أن أعمالها و أنشطتها لا تتوافق مع أحكام الشريعة ،او مع الاستشارة بهيئتها الشرعية ،او مع مشورة المجلس الاستشاري الشرعي .

اضافة لما سبق من القوانين ،توجد كذلك مبادئ ارشادية تقوم على نشرها هيئة الاوراق المالية الاسلامية لتوجيه سوق رأس المال ، ونذكر من بين الارشادات التي تتوافق مع الصكوك ما يلي :

- المبادئ الارشادية لإصدار الصكوك؛
- المبادئ الارشادية لإصدار الصكوك المدعومة بأصول. (جعفري و محمد أكرم، 2019، صفحة 102)

3.2.1.4.2.3 الأطراف المتدخلة في سوق الصكوك الماليزية

- **المصدرون** :

يوجد العديد من العديد من الهيئات المشاركة في اصدار الانواع المختلفة من الصكوك في ماليزيا نذكر منها :

- الجهات السيادية؛

- الشركات؛
- البنوك.

- **المستثمرون:**

يوجد نوعان من المستثمرين في سوق الصكوك الماليزية:

- المؤسسات؛
- الأفراد.

4.2.1.4.2.3 الاطار الضريبي لصناعة الصكوك في ماليزيا:

إن العدالة الضريبية بين كل من الصكوك و السندات التقليدية من شأنها جعل المساوات بين كليهما و عدم تفضيل أحدهما ضريبيا عن الآخر مما يؤدي الى نمو سوق غير متوازن، رغم هذا فإن اغلب الانظمة الضريبية في العالم مصممة للتعامل مع السندات التقليدية، وتفتقر للخصائص اللازمة لمعالجة الصكوك و باقي الادوات المالية الاسلامية الأخرى.

سعيا من ماليزيا لخلق التوازن الضريبي بين كل من السندات التقليدية و الصكوك بهدف جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية ممن يفضلون التعاملات الاسلامية أدخلت العديد من التشريعات على نظامها الضريبي واعطت للصكوك ميزات عن السندات التقليدية.

- **تطبيق الحياد الضريبي** : سعت ماليزيا في العديد من المرات الى ازالة كافة العقبات الضريبية التي تعترض الادوات المالية الاسلامية ابتداء من قانون الضريبة على الدخل (ITA) لسنة 1967 و قانون ضريبة الارباح العقارية (RPGTA) لسنة 1976 كان الهدف من هذه القوانين رفع التمييز بين الربح و الفائدة، حيث كانت هناك معاملة تمييزية فمعظم الاوقات مدفوعات الفائدة كانت مخصومة من الضرائب عكس الربح الذي كان خاضع لها.
- **المعاملة الضريبية للشركة ذات الغرض الخاص:** قام المشرع الضريبي الماليزي ضمن لوائح الضريبية لسنة 2014 الخاصة بالتصكيك المدعوم بأصول بإعطاء الشركات ذات الغرض الخاص معاملة خاصة من خلال معالجة كل من الدخل الاجمالي و الدخل المعدل، حيث أن دخل SPV من جميع المصادر لابد أن يعامل على أنه دخل اجمالي لها، فيبين ان النفقات التي تتكبدها SPV بحكم معاملات التصكيك تعتبر قابلة للخصم لو هذا بهدف الوصول الى الدخل المعدل.
- **الاعفاءات الضريبية:** سعت ماليزيا لتشجيع عملية اصدار و تداول الصكوك الى منح حزمة متنوعة من الاعفاءات الضريبية نذكر من بينها :

- **إعفاء من ضريبة الدخل** : شمل جملة من الاعفاءات الضريبية ذات صلة بالصكوك الاسلامية و التي تضم كل ما يلي

- اعفاءات الشركات غير المقيمة في ماليزيا من دفع الضريبة على الارباح المدفوعة او المستحقة الدفع اذا ما تعلق الامر بالأوراق المالية او الصكوك الاسلامية الصدرة بالرنجيت الماليزي ، الذي تم التصريح و الموافقة عليها من طرف (SC)
- اعفاء اي شخص (شركة او فرد مقيم او غير مقيم) من دفع الضريبة على الارباح المدفوعة او المستحقة الدفع لحسابه اذا تعلق الامر بالصكوك المقومة بالرنجيت و تمت الموافقة عليها من SC.

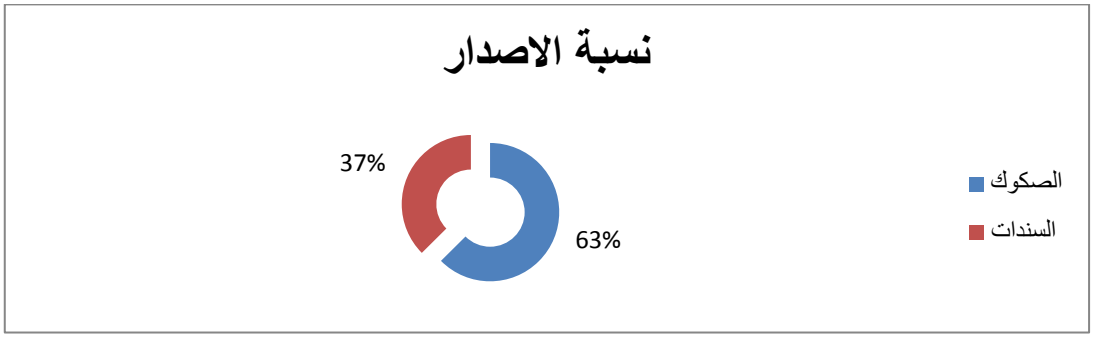
- **الاعفاءات من رسوم الدمغة** : تم اصدار الامر بالإعفاء رقم 23 لسنة 2000 الذي يمنع الاعفاء من دفع رسوم الدمغة لجميع الوثائق المتعلقة بإصدار او عرض اكتتاب او اشراء الصكوك التي تمت الموافقة عليه من SC.
- **الاعفاءات من PRGT**: تم اصدار في هذا الشأن عدة اعفاءات من بينها الامر رقم 3 لسنة 2003 الذي تضمن اعفاء اي شخص من دفع PRGT المتعلقة بالمكاسب الرأسمالية الناتجة عن التصرف في الممتلكات العقارية الذي صدر بشأنها صكوك و سندات لشركات وفقا لمبادئ أحكام الشريعة الاسلامية.

➢ **الخصومات الضريبية** :

سواء تعلق الامر بـ:

- **الخصومات الضريبية للشركات المنشئة** : حيث تم من خصم ضريبي للشركة المنشئة SPV على تكاليف اصدار الصكوك بموجب قواعد ضريبة الدخل تحت رقم 176 لسنة 2007.
- **الخصومات الضريبية للمصدرين** :تم منح مصدرو الصكوك المبنية على اساس المشاركة و المضاربة و الاجارة و الاستصناع خصما ضريبيا بموجب قواعد الضريبة على الدخل الصادرة في سنة 2009 تحت رقم 420.اضافة إلى خصوم لمصدري الصكوك الزراعية لسنة 2013 تحت رقم 305. و لأجل تشجيع اصدارات الصكوك SRI تم اصدار خصم ضريبي لصالحها في سنة 2016. (حبيبة، متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري- دراسة استشرافية، 2022، الصفحات 190-192)

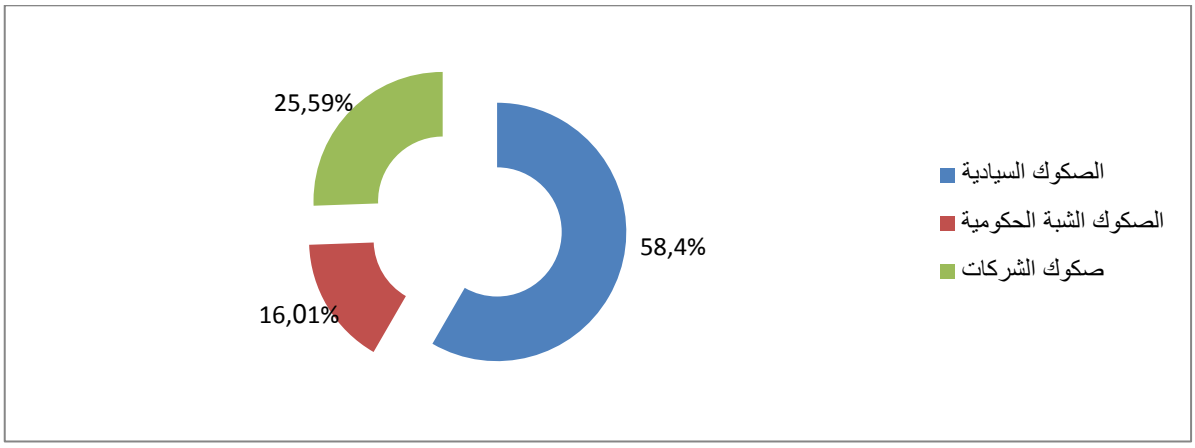
شكل رقم (3-13):نسبة اصدارات الصكوك و السندات في ماليزيا لغاية ديسمبر 2024



المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (BANK NEGARA MALAYSIA)

يعكس هذا الشكل التوجه بقوة نحوى التمويل الاسلامي في ماليزيا من خلال الصكوك وصلت نسبة الاصدار لغاية ديسمبر 2024 الى 63% في حين السندات وصلت الى 37% . يعود تفوق اصدار الصكوك على السندات في ماليزيا بفضل البيئة التنظيمية التي ساهمت في هذا النمو المتسارع و توجه المستثمرين الذين يفضلون هذا النوع من التمويل المتوافق مع مبادئ الشريعة الاسلامية.

الشكل رقم(3-14):أنوع الاصدارات الصكوك في ماليزيا (حسب الجهة المصدرة) الى غاية جوان 2025



المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (bixmalaysia)

يظهر الشكل التوزيع النسبي لحجم الاصدارات القائمة في ماليزيا وذلك حسب الجهة المصدرة الى غاية جوان 2025 ، حيث تستحوذ الصكوك السيادية (الحكومية) على ما يعادل 58,4% من اجمالي اصدار الصكوك بقيمة تقارب 1,271 تريليون رينجيت ماليزي ، تليها اصدار الشركات بنسبة25,59% بقيمة 557,17 مليار رينجيت ماليزي، في حين بلغت الاصدارات شبه الحكومية 16,01% بقيمة 348,59 مليار رينجيت ماليزي. هذا ما يعكس توجه الدولة المحوري لتمويل الانفاق في المشاريع التنموية الكبرى اضافة الى اتساع قاعدة المستثمرين في هذا النوع الذي يعكس بدوره ثقة المستثمرين في الصكوك الحكومية لما توفره من ضمانات .

2.4.2.3 التجربة السعودية

1.2.4.3 تطور صناعة التمويل الاسلامي في السعودية:

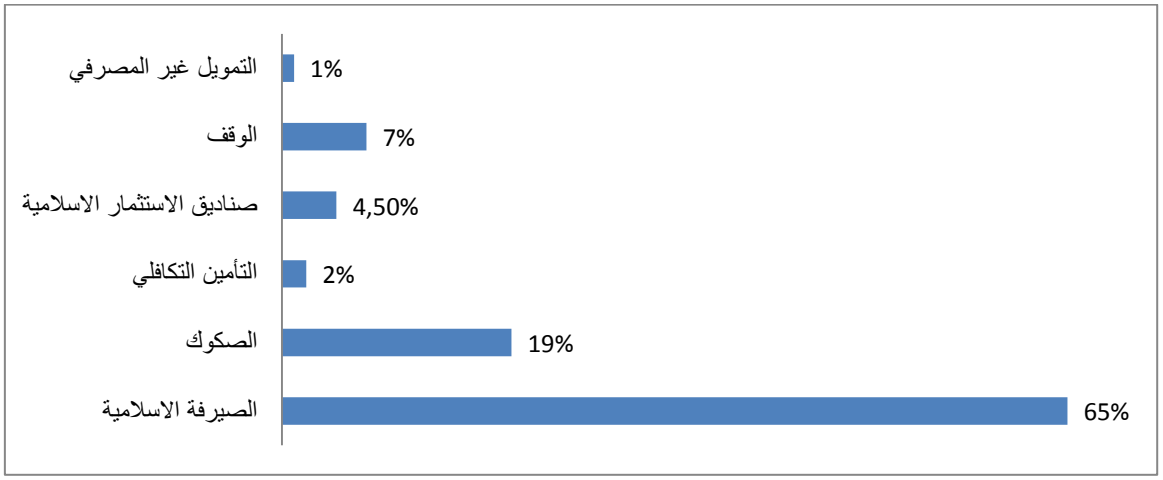
تعود بداية صناعة التمويل الاسلامي في السعودي الى سنة 1985 من خلال تأسيس الشركة الوطنية للتأمين التعاوني التي تعتبر كأول شركة اسلامية، ليليها سنة 1987 ظهور أو بنك إسلامي سعودي تحت مسمى شركة الراجحي المصرفية للاستثمار أو ما عرف أنداك بـ "مؤسسة الراجحي للصرافة السعودية" قبل تحويلها للعمل وفق مبادئ الشريعة الاسلامية، و في العام نفسه تأسس اول صندوق استثماري متوافق مع الشريعة الاسلامية من قبل بنك الاهلي التجاري ، كما قام سنة 1990 بزيادة انشاء فرع

اسلامي لتتزايد الى غاية 223فرعا سنة 2008، هذا الأمر شجع العديد من البنوك التقليدية بالسعودية للتحول نحو المصرفية الاسلامية بصفة كاملة أو جزئية. كما شجع لإصدار أول صكوك اسلامية في السوق السعودي سنة 2005 من طرف شركة "سابك" بقيمة اجمالية تقدر ب 03 مليار ريال ، لقيت هذه التجربة ترحيبا كبيرا و إقبالاً واسعا من المستثمرين السعوديين عند طرحها ،كما ساهمت في تمهيد الطريق لفتح قناة استثمارية رأسمالية جديدة غير الاسهم التي من شأنها تطوير السوق المالي السعودي.

تحوز الصناعة المالية الاسلامية في السعودية على دعم العديد من المؤسسات منها البنك الاسلامي للتنمية و مركز الملك عبد الله المالي و الغرفة الاسلامية للتجارة و الصناعة و الزراعة و السوق المالية السعودية، حيث تشكل هذه المؤسسات أدوات تشجع على اعطاء دفعة قوية للصناعة المالية الاسلامية في السعودية، اضافة الى المجمع الفقهي الاسلامي في مكة الكرمة و مجمع الفقه الاسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الاسلامي في جدة و تلعب العديد من الكليات و المعاهد و المراكز البحثية في دعم المالية الاسلامية . (محمد و فيجل عبد الحميد، 2018، صفحة 483)

ينبغي التنويه له ان التجربة الماليزية قد قامت بتأسيس نظام مالي مزدوج منه شق يجمع التعاملات التقليدية و آخر يجمع التعاملات المالية الاسلامية ، في حين ان النظام المالي السعودي جمع كلا التعاملات التقليدية و الاسلامية في نظام مالي واحد دون التفريق بينهما، رغم هذا استطاعت السعودية تحقيق تصنيفات محترمة في الصناعة المالية الاسلامية عبر العالم. (الكريم م.، 2015، الصفحات 182-183)

شكل رقم (3-15):حجم التمويل الاسلامي في المملكة العربية السعودية الى غاية سنة 2020



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (Bank, 2021)

يعكس هذا الشكل ديناميكية قوية لقطاع التمويل الاسلامي في المملكة العربية السعودية ، بفضل الاصلاحات المالية و على رأسها (رؤية 2030)، ما ساهم في تشجيع الابتكار المالي و تعزيز الشمول المالي.

2.2.4.3 الجهات التنظيمية و الرقابية لسوق الصكوك في السعودية

1.2.2.4.3 هيئة السوق المالية (CMA):

نشأت هذه السوق ببدايات غير رسمية في خمسينيات الفرن الماضي، و استمر الحال الى غاية الثمانينات حين وضعت الحكومة لتنظيمات اساسية للسوق و بموجب مرسوم رقم 30 بتاريخ 31جويلية 2003تأسست هيئة السوق المالية **CMA**، و هي هيئة حكومية تتمتع بالاستقلال و الاداري و له ارتباط مباشر برئيس مجلس الوزراء.

مهامها :

- تطوير و نظيم السوق المالية ، بالإضافة الى تعزيز كفاءة الأطراف المعنية بالتداول الأوراق المالية؛
- العمل على حماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة كالاحتيال ،الغش، التلاعب ،و غيرها؛
- تحقيقي العدالة و الشفافية و الرفع من الكفاءة في جميع معاملات الاوراق المالية؛
- وضع الضوابط بهدف الحد من المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية ؛
- القيام بتنظيم و الاشراف على عمليات الاصدار و التداول للأوراق المالية ، من شأنه تعزيز سلامة السوق؛
- مراقبة أنشطة الجهات الخاضعة للإشراف هذه الهيئة و ضمان إلتزامها بالمعايير و الضوابط التنظيمية؛
- تنظيم ومراقبة الافصاح عن المعلومات الجوهرية المتعلقة بالأوراق المالية و الجهات المصدرة لها .

كما تعمل هذه السوق المالية السعودية على تنظيم و تطوير سوق الصكوك الاسلامية الى جانب باقي الأوراق المالية التقليدية، بدأت ذلك في سنة 2013 من خلال عزمها على العمل لتذليل العقبات و الصعوبات التنظيمية و التشريعية و الهيكلية التي تعترض اصدار و تنويع أدوات الدين ، وعقب انهيار اسعار النفط لسنة 2014 اسندت CMA مهام تنويع خيارات التمويل الحكومي، هذا ما شجع زيادة التعامل بالصكوك مسجلا ارتفاعا من 9% سنة 2013 ليصل الى 15% سنة 2016. (هيئة السوق المالية، 2003)

2.2.2.4.3 شركة السوق المالية السعودية (تداول):

"هي عبارة عن سوق مالية منظمة يتم من خلالها بيع و شراء الاوراق المالية بين أصحاب لفوائض المالية و اصحاب العجز المالي الذين هم بحاجة الى سيولة لتطوير مشاريعهم الاقتصادية، و تعد شركة سوق المالية السعودية هي الجهة الوحيدة المخول لها بالعمل كسوق الاوراق المالية في المملكة ،تقوم بإدراج الاوراق المالية و تداولها بما فيها الصكوك ،كما تخضع لرقابة هيئة السوق المالية CMA،و بدأت محاولة تأسيسها منذ سنة 1954 الى غاية سنة 2007 اين تم الموافق على تأسيسها بصفة رسمية من طرف مجلس الوزراء.

مهامها :

- العمل على تشغيل و ادارة السوق المالية بكفاءة و فعالية؛
- ضمان نزاهة السوق من خلال الرفع من كفاءتها و جودتها و عدالتها؛
- رفع من مستوى الجهود الهادفة الى الارتقاء بمستوى الثقافة الاستثمارية للمتداولين في السوق المالية؛
- القيام بتحسين نوعية الخدمات من حيث الجودة العالية و المتميزة المقدمة للعملاء؛
- تطوير القدرات و الامكانيات الذي يسمح بالتطوير الفني و التنظيمي للسوق ؛
- تطوير سوق مالية رائدة تسمح بتوفير قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية . (مركز التواصل و المعرفة المالية)

و انضمت شركة سوق المالية السعودية (تداول) الى مجموعة تداول السعودية في مارس 2021 التي ضمت اكثر من شركة على غرار مركز مقاصة للأوراق المالية و مركز ايداع الاوراق المالية(ايداع) و غيرها و هذه المجموعة تقوم على توفير الحلول التقنية القائمة على الابتكار. (Tadawul Group)

3.2.2.4.3 المركز الوطني لإدارة الدين :

تأسس هذا المركز سنة 2015 كان معروف في بدايته باسم مكتب ادارة الدين العام، يتمتع المركز الوطني لإدارة الدين بالاستقلالية المعنوية و المالية و الادارية و له ارتباط تنظيمي بوزير المالية، يهدف إلى تأمين احتياجات المملكة التمويلية و بأفضل التكاليف على المدى القصير و المتوسط.

مهامه :

- وضع خطط و سياسات من شأنها تعزيز سياسات الدين العام ،وضمان استدامة الوصول المملكة الى اسواق الدين المحلية و العالمية تسعير عادل؛
- القيام باقتراح وتطوير انظمة و معايير ذات الصلة بإدارة الدين العام و مؤشرات التصنيف الائتماني ؛
- تطوير الاساليب اللازمة لسداد الدين العام ؛
- تبني نظم معلوماتية متطورة لإدارة المخاطر المتعلقة بمشاريع المركز؛
- اعداد تقارير قياس و متابعة دورية للدين العام؛
- التنسيق بين الجهات الحكومية لتشكيل فرق عمل لدراسة تفاصيل التصنيف الائتماني؛
- عقد لقاءات و ندوات في مجال الدين العام مما يسمح بتقوية العلاقات بين المشاركين في الاسواق المالية. (المركز الوطني لإدارة الدين)

4.2.2.4.3 اللجان الاستشارية الشرعية :

في المملكة العربية السعودية تنصب لجان استشارية شرعية داخل البنوك و المؤسسات المالية تتبع نموذج الحوكمة الشرعية عكس ماليزيا التي توجد بها مجالس استشارية مركزية، والهدف من هذه اللجان ضمان انضباط تعاملاتها مع أحكام الشريعة الاسلامية بما فيها الصكوك الاسلامية. (مؤسسة أصالة للدراسات والاستشارات الشرعية)

5.2.2.4.3 البنك المركزي السعودي (مؤسسة النقد العربي السعودي –SAMA):

تم انشاء البنك المركزي سنة 1952 أو كما كان يعرف سابقا بمؤسسة النقد العربي السعودي لتعاد تسميته سنة 2020 إلى البنك المركزي ، ،و تمارس دورا مهما في توطيد و تنمية النظام المالي السعودية اجراء اصلاحات للسوق المالية.

مهامها :

- إصدار العملة الوطنية؛
- القيام بعمل مصرف الحكومة؛
- مراقبة عمل المصارف التجارية بما فيها التقليدية و الاسلامية ؛
- ادارة احتياطات المملكة من النقد الاجنبي؛
- المحافظة على استقرار صرف العملة وادارة السياسة النقدية؛
- تشجيع نمو النظام المالي و العمل على ضمن سلامته و اصلاح السوق المالي . (دار المالية)

6.2.2.4.3 جهات تنظيمية أخرى:

اضافة إلى ما سبق يوجد جهات اخرى تنظيمية تدخل في سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية منها:

- وزارة التجارة و الاستثمار؛
- الهيئة العامة للاستثمار؛
- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين؛
- الهيئة العامة للزكاة و الدخل . (تداول السعودية)

3.2.4.3 المنظومة القانونية لإصدار و تداول الصكوك في المملكة العربية السعودية

– نظام السوق المالي : هو عبارة عن نظام صدر بموجب مرسوم ملكي رقم (م/ **30**) بتاريخ 31جويلية 2003 ، يعمل على ايجاد سوق منظمة و عادلة و تعمل بشفافية ، صيغت مواد هذا النظام بهدف تنظيم و تطوير السوق المالية ، و تنظيم عملية

تداول الاوراق المالية و مراقبتها، إضافة الى مراقبة جميع الاطراف الفاعلة و المرخص لها للقيام بأعمال الاوراق المالية ، و حماية المستثمرين من الممارسة غير السليمة و غير العادلة . (هيئة السوق المالية)

تم حصر الاوراق المالية التي حددها نظام السوق المالية فيما يلي :

- أسهم الشركات القابلة للتحويل و التداول ؛
- أدوات الدين القابلة للتداول؛
- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار؛
- جميع الادوات المالية التي تمثل حقوق أرباح المساهمة ،إضافة إلى أي حقوق في توزيع الاصول أو أحدهما.

ما يلفت الملاحظة أن النظام الصادر في سنة 2003 لم يتطرق الى الصكوك ضمن الاوراق المالية و لم يتطرق كذلك للسندات و استبدلهما بمصطلح أدوات الدين، و هو تلميح ان هذا النظام لا يفرق في التعامل بين الصكوك و السندات، الى غاية التعديلات التي طرأت على النظام سنة 2019 التي أعطت الصكوك نوع من الخصوصية.

–لوائح تنفيذية لهيئة السوق المالية: يعد اصدار اللوائح التنفيذية أمر ضروري لتنفيذ المهمات التي يجب عل الهيئة القيام به كما هو محدد لها في المادة الخامس و السادسة من نظام السوق المالية ، جاءت هذه اللوائح تعقيبا على نصوص النظام المالي الذي لم يضع نصوص تنظيمية مفصلة لكل المهمات التنفيذية التي على الهيئة السعي لقيام بها. (alahilicapital)

– اصدار الشركات و قانون الشركات الجديدة : يعتبر قانون اصدار الشركات، هو النظام الذي يضبط عمل الشركات داخل المملكة العربية السعودية ، من خلال تحديد كافة أنواع الاشكال الممكن ان تتأسس عليها الشركات داخل المملكة (شركة تضامن ،شركة أسهم..)، مع اعطائها الحق في اصدار الصكوك حسب ما جاء في المادة 117و118 من الفصل الربع من هذا القانون. (وزارة التجارة، 2022)

– القواعد و الاصلاحات التنظيمية (2024–2025): شهدت المملكة العربية السعودية في السنة الاخير عدة اصلاحات تنظيمية شاملة هدفت الى تعزيز بنيتها الاستثماري ، و ارفع من كفاءة السوق المالية ، وتحقيق مستهدفات رؤية السعودية 2030 التي تهدف الى التقليل من الاعتماد على النفط، ركزت هذه الاصلاحات على تحديث الاطر التشريعية و التنظيمية على قطاعات مثل المالية و الطاقة و الصناعة.

من ابرز هذه الاصلاحات التشريعية و التنظيمية نذكر ما يلي:

- تطوير اللوائح التنفيذية لهيئة السوق المالية ، و نظام الشركات بهدف تعزيز حماية الاقلية من المستثمرين؛
- انشاء المركز السعودي للتحكيم التجاري؛
- صدور قرار رقم: 713 و 476 اللذان يقضيان باستطلاع آراء العموم في الانظمة و اللوائح قبل اقرارها؛

- اصدار نظام ضمان الحقوق بالأموال المنقولة ولائحته التنفيذية.

اما فيما تعلق بجانب الصكوك فقد وافق مجلس هيئة السوق المالية في نوفمبر 2024 على تبسيط متطلبات نشرة الاصدار لأدوات الدين العامة ، اصبحت تحتاج الى نص الوثائق المطلوبة سابقا. (المركز الوطني للتنافسية، 2024)

4.2.4.3 الاطار الضريبي لصناعة الصكوك في السعودية

تسعى المملكة العربية السعودية الى بناء بيئة تنظيمية و ضريبية التي من شأنها دعم نمو سوق الصكوك كجزء من استراتيجيتها لتنويع أدوات التمويل، بناءً على ذلك قامت المملكة بتطوير نظام ضريبي الذي يسمح بإزالة المعيقات امام تداول الصكوك ، وتمت معالجة عدة قضايا ضريبية نذكر منها :

- صدور اللائحة التنفيذية لضريبة القيمة المضافة سنة 2018 و التي تعفي بعض هياكل الصكوك كالإجارة من دفع ضريبة القيمة المضافة على نقل الاصول بالإضافة الى أقساط الايجار الدورية؛

كما قامت المملكة العربية السعودية سنة 2019 بجملة من الاجراءات الضريبية لزيادة دعم الاستثمار في الصكوك منها :

- القيام بخصم الاستثمارات في الصكوك بشتى هياكلها المختلفة من وعاء الزكاة الخاص بالمستثمرين؛
- اعفاء المستثمرين في الصكوك الت تصدر من جهة سيادية محلية بالريال السعودي من دفع ضريبة الدخل على صافي العوائد، و يتم تغطيتها من طرف الدولة. (الهيئة العامة للزكاة و الدخل المملكة العربية السعودية، 2019)

قدمت هيئة السوق المالية السعودية في جوان 2024 توجه مفاده إلغاء ضريبة الاستقطاع على اصدارات أدوات دين الشركات المحلية البالغة 5% ، و اعتبرتها مثبطة و غير جذابة للاستثمار ، ترغب هيئة السوق المالية بهذا المقترح الى تبسيط الاجراءات التنظيمية لإصدار ديون السندات و الصكوك والتقليل من تكلفتها . (العربية، 2024)

جدول رقم (3–10):تصنيف الصكوك حسب الفئة في السعودية (الربع الاول من سنة2025)

النوع	الغرض	الحصة التقديرية من حجم الاصدارات	الهياكل
الصكوك السيادية	دعم الميزانية، اعادة تمويل الدين، تمويل مشاريع البنية التحتية طويلة الاجل	%60	الاجارة ، الوكالة
صكوك الشركات	جمع التمويلات للمصارف ،ومرافق الطاقة و العقارات	%25	المرابحة ، الوكالة
الصكوك الخضراء	تمويل مشاريع الاستدامة و	حوالي 10%	الاجارة ، الهياكل الهجينة

	الحوكمة و البيئة الاجتماعية	(تتزايد نسبتها)	
صكوك اخرى محلية	تمويل مشاريع البنية التحتية المحلية و الخدمات الحكومية المحلية	%5	الوكالة ، الاجارة

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Traders Union, 2025)

يظهر الجدول ان نسبة الصكوك السيادية تستحوذ على السوق الاجمالي للصكوك بنسبة تقدر ب 60% ، هذا ما يعكس حاجة المملكة العربي السعودية لدعم الميزانية العامة عن طريق تمويل مشاريعه الكبرى و دعم تمويل البنية التحتية ، من جهة أخرى فإن الصكوك الخضرا في تزايد مستمر نحوى تمويل مشاريع مستدامة.

3.4.2.3 تجربة المملكة المتحدة

1.3.4.2.3 تطور صناعة التمويل الاسلامي في المملكة المتحدة

تعد المملكة المتحدة من أبرز المراكز العالمية لصناعة التمويل الاسلامي خارج الدول الاسلامية كما يخضع نظام قانوني و تنظيمي موحد و لا يتمتع باستقلالية مثل ما هو الحال في ماليزيا الا ن هناك نوع في المرونة التشريعية لإصدار منتجات تمويلية متوافقة مع الشريعة الاسلامية.

تعود هذه التجربة الى أواخر السبعينات تحديدا سنة 1979 و بداية الثمانينات من القرن الماضي و هذا من خلال السماح للعديد من الشركات الاستثمارية الاسلامية بالعمل في المملكة المتحدة من خلال فتح مكاتب او نوافذ في مدينة لندن، مثل شركة الاستثمار الاسلامية الدولية القابضة (International Holding Banking System)،و بيت التمويل الاسلامي (Islamic Finance House)و غيرها من المؤسسات الاستثمارية و التمويلية ،اضافة الى مصرف البركة الدولي الذي قام بشراء شركة هارجريف سكيوريتيز (Hargrave Securities) سنة 1982، كما حقق مصرف البركة خلال فترة عمله بتطورات هائلة من خلال توسيع قاعدة المتعاملين معه خاصة القادمين من دول الخليج بشكل رئيسي اضافة الى الجالية المسلمة المقيمة ، اضافة الى توسيع عدد فروعه عبر المملكة المتحدة و ارتفاع في حجم الودائع الذي وصل 154جنيه استرليني سنة 1991، الى جانب مصرف البركة نشطت عدة مصارف اسلامية اخرى ساهمت انفتاح بريطانيا على المالية الاسلامية بشكل عام، و بحلول 2004 و 2005 تطور حجم الودائع المصرفية الاسلامية بملايين الجنيهات ،وزيادة على ذلك ارتفعت عدد الدراسات في الاقتصاد الاسلامي في بريطانيا منذ سبعينات القرن الماضي إلى غاية 2008، (بلوافي و عبد القادر حسين، 2011، الصفحات 13-14)

ليأتي الدور على الصكوك الاسلامية التي تم اصدارها من شركة خاصة سنة 2006 ،وفي 25جوان 2014 تأتي الانطلاقة الاولى لإصدار الصكوك من طرف الحكومة البريطانية (صكوك سيادية) بقيمة 200 مليون جنيه استرليني ، لتصبح بذلك بريطانيا أول دول غربية غير اسلامية تصدر صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة السلامية. (GOV.UK, 2014)

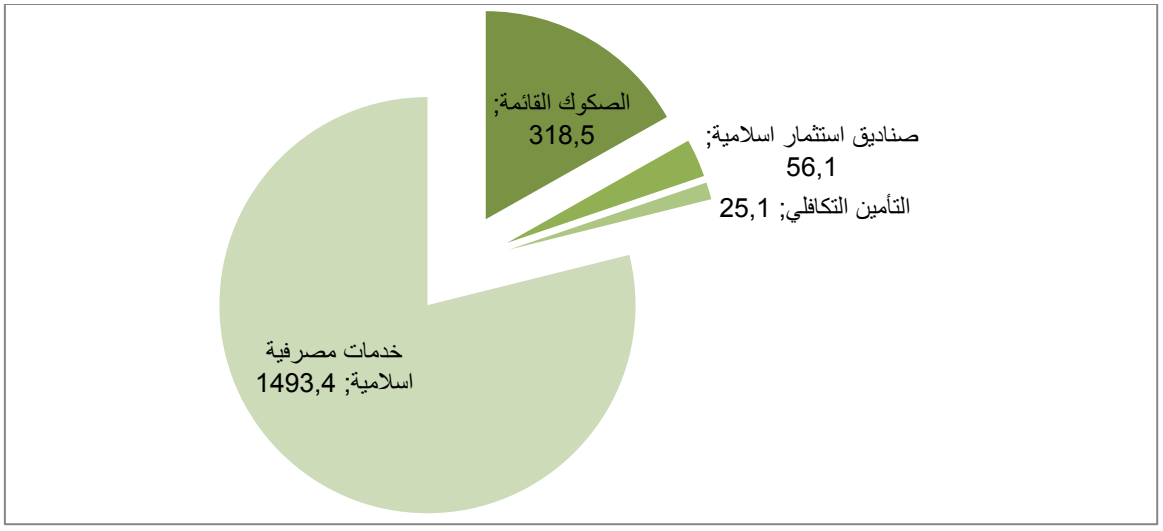
جدول رقم (3–11): أهم المحطات التاريخية التي مر بها التمويل الاسلامي بالمملكة المتحدة

السنة	الأحداث و التطورات
1982	دار المال الاسلامي تفتتح مكتب في لندن لتقديم خدمات ادارة الاستثمار
1983	انشاء أول بنك اسلامي + تأسيس أول شركة تأمين اسلامي
1996	تقديم قروض عقارية اسلامية مقدمة من طرف بنك الكويت المتحد سابقا (البنك الاهلي المتحد حاليا)
2003	HSBCأمانة يطلق قروض عقارية و حسابات بنكية اسلامية
2006	ادراج الصكوك بقيمة 200 مليون دولار أمريكي في بورصة لندن
2008	ترخيص حيازة التأمينات الاسلامية البريطانية
2013	استضافة لندن للمنتدى الاقتصادي الاسلامي العالمي
2014	اصدار أولى الصكوك السيادية
2017	ترخيص شركة تمويل عقاري متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية Strideup Homes
2018	بنك الريان يصدر او صكوك الرهن العقاري
2021	اطلاق مخطط لمرفق السيولة البديلة (ALF)

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (scribd, 2020)

شكل رقم (3–16): حجم التمويل الاسلامي في المملكة المتحدة لغاية سنة 2017

(الوحدة : مليار دولار)

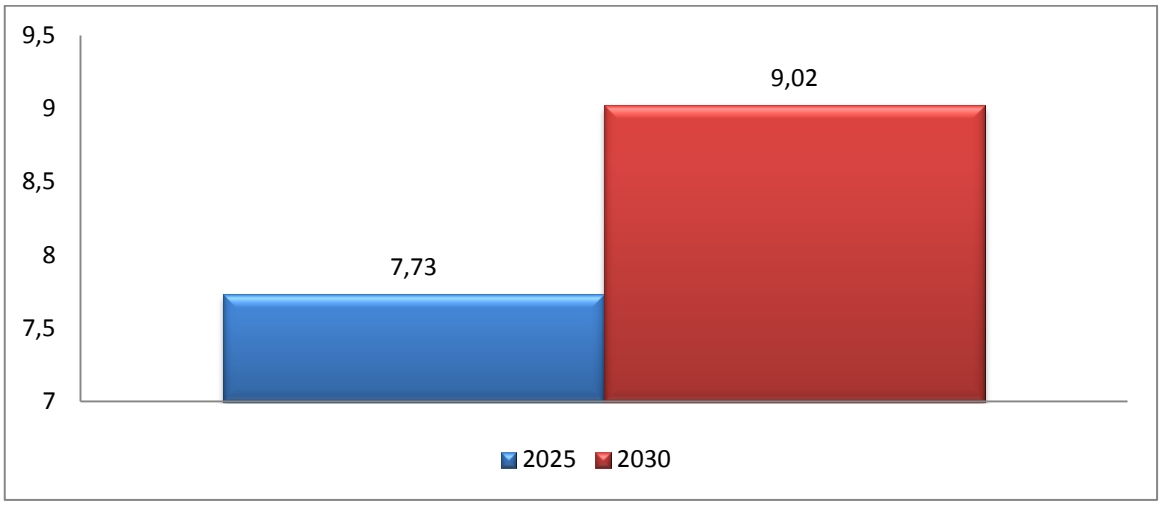


المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (Bank of England, 2017)

يعكس هذا الشكل تجربة ناجحة لدولة غير اسلامية رغم محدودية حجم التمويل الاسلامي و نموه التدريجي مقارنة بدول رائدة، حيث تمثل المملكة المتحدة مركزا عالميا للتمويل الاسلامي خارج الدول الاسلامية.

شكل رقم (3–17): حجم سوق التمويل الاسلامي في المملكة المتحدة لسنة 2025 و المتوقع لسنة 2030

(الوحدة : مليار دولار امريكي)



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (Mordor intilligence, 2025)

يقدر حجم التمويل الاسلامي في المملكة المتحدة بمبلغ 7,73 مليار دولار أمريكي سنة 2025 و من المتوقع أن يصل الى 9,02 مليار دولار أمريكي بحلول سنة 2030.

2.3.4.2.3 الجهات التنظيمية و الرقابية لسوق الصكوك في المملكة المتحدة

تخضع الصكوك في المملكة المتحدة لنفس الاطار التنظيمي الذي تخضع له السندات التقليدية من ناحية البنية القانونية، مع مراعاة التوافق مع مبادئ الشريعة الاسلامية من خلال لجان او مستشارين يشرفون على عملية اصدار الصكوك.

1.2.3.4.2.3 هيئة السلوك المالي (FCA–Financial conduct Authority): هي هيئة للرقابة المالية وهي هيئة مستقلة مسؤولة عن تنظيم أكثر من 56 وسيط مالي و الاسواق المالية داخل المملكة المتحدة.

مهامها:

- حماية مستهلكي الخدمات المالية بأنواعها (صكوك ، سندات ..) في المملكة المتحدة؛
- تعمل على الحفاظ على نزاهة و شفافية النظام المالي في المملكة المتحدة؛
- تشجيع المنافسة الصحية بين مقدمي الخدمات المالية بشكل بطريقة تفيد المستهلكين أكثر. (For trade, 2025)

تعمل FCA الى توفير بيئة تنظيمية تساعد على نمو سوق الصكوك ،و لا تتدخل في الفتاوى الشرعية الخاصة بإصدار الصكوك و تتيح لها الحرية لمصدريها ،و قدمت تسهيلات لإدراجها في بورصة لندن ، كما ساهمت في دعم الترويج للصكوك الخضراء .

2.2.3.4.2.3 بنك انجلترا (Bank of England) : هو البنك المركزي في المملكة المتحدة تأسس سنة 1694، يقوم هذا البنك للحفاظ ثبات الاسعار كما يقوم على دعم الخطط الاقتصادية لزيادة النمو الاقتصادي. (Bank of england)

مهامه :

- الاشراف على صحة الاقتصاد؛
- اصدار الاوراق النقدية و تحديد سعر الفائدة؛
- تخطيط و تنفيذ السياسة النقدية بما يتوافق مع السياسات الاقتصادية الحكومية؛
- العمل على تنظيم و نزاهة البنوك و المؤسسات المالية والاسواق المالية . (avatradear)

كان لبنك انجلترا دور حتى و ان غير مباشر في نمو سوق الصكوك بالمملكة المتحدة ، قام بتقديم تسهيلات و أبدى تعاون مع الحكومة البريطانية خاصة في إصدار الصكوك السيادية لسنة 2014 ، كان للبنك دور استشاري في هذا الاصدار من خلال قيامه بالتأكد من الهيكل المالي للصكوك و أنه لا يتعارض مع السياسة النقدية للمملكة المتحدة .كما يقدم بنك انجلترا الدعم للمبادرات الفردية التي تجعل القطاع المالي أكثر شمولية بما في ذلك تشجيع طرح الصكوك.

3.2.3.4.2.3 مكتب ادارة الدين البريطاني(UK Debt Management Office–DMO):هو وكالة حكومية مسؤولة عن إدارة الدين العام للمملكة المتحدة، يهدف الى تمويل إحتياجات الحكومة من خلال إصدار أدوات الدين العام بأقل تكلفة ممكنة و ضمن مستويات مخاطر مقبولة ، مع العمل على ضمان استدامة الدين العام.

مهامه:

- الاشراف على اصدارات الاوراق المالية بما فيها الصكوك الاسلامية ؛
- يدير عمليات التمويل السيادي بأدوات متوافقة مع الشريعة الاسلامية. (GOV.UK)

4.2.3.4.2.3 مجلس التمويل الاسلامي في المملكة المتحدة(UK Islamic Finance Council – UKIFC): هي هيئة جامعة للمسلمين في المملكة المتحدة تأسست في 1997، تهدف إلى تمثيل المسلمين في المملكة المتحدة و تقديم المشورة للحكومة و الجهات الأخرى كما تعنى بتطوير التمويل الاسلامي في المملكة و عملها عل التنسيق مع

الحكومة لتوليد بيئة تنظيمية و تشريعية مناسبة لطرح الصكوك ، وتوفير خيارات مالية متنوعة أمام المستثمرين متوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية (Islamic Finance Concil UK).

3.3.4.2.3 المنظومة القانونية لإصدار و تداول الصكوك في المملكة المتحدة

– قانون المالية لسنة 2005: نص هذا القانون في مادته47 على ضرورة معالجة أدوات التمويل الاسلامي من بينها المرابحة و المشاركة و الصكوك بطريقة أذكى و اسهل و يتم اعتبارها كأنها قروض عادية مما يوفر الوقت و الجهد في التشريع كم يسمح باستيعابها داخل النظام الضريبي القائم ، كما نصت المادة 50 من نفس القانون اذا قامت شركة بمعاملة مرابحة مثلا فإن التعامل معها ضريبيا نفسه الذي يسري على القرض التقليدي.

– قانون المالية لسنة 2007: تطرق هذا القانون في مادته 53 الى مفهوم الصكوك ، كانت هذه قفزة محورية تطور الصكوك في المملكة المتحدة و تم ادراج الصكوك ضمن التشريعات الضريبية للملكة المتحدة و تمت معاملتها مثل السندات التقليدية ضريبيا بعدما كانت سابقا تفرض عليها ضرائب مزدوجة.

- **ابرز ما جاء في المادة 53 :**
  - جعل الصكوك جزءً من استراتيجية المملكة المتحدة لتطوير لندن كمركز عالمي للتمويل الاسلامي؛
  - منح المستثمرين في الصكوك نفس مزايا المستثمرين في السندات التقليدية؛
  - تسهيل إزالة العوائق الضريبية التي كانت تواجه الصكوك و تواجه التمويل الاسلامي بصفة عامة. (GOV.UK)

– قانون المالية لسنة 2008: حيث أعطى هذا القانون لاسيما في مادته 157 الرخصة لوزارة الخزانة للمملكة المتحدة لإصدار ترتيبات تمويلية بديلة بما في ذلك الصكوك السيادية ،مع إلحاق هذا القانون بإصدار لوائح و نصوص تنظيمية متعلقة بذلك.

– لوائح تنظيمية و ترتيبات متعلقة بالتمويل البديل (الاسلامي) لسنة 2014: جاء مضمون هذه اللوائح لتحديد و تنظيم عملية اصدار الصكوك في المملكة المتحدة من خلال شركات متخصصة لذلك (SPV)،و ضبط العلاقة بين جميع الاطراف التي تدخل في عملية الاصدار. (islamic finance foundation)

ساهمت هذه التشريعات وغيرها في المملكة المتحدة الى نمو و تطور سوق الصكوك ،تم إطلاق على اثرها اولى اصدارات الصكوك السيادية (هيكل الاجارة) 25جوان 2014 بقيمة تقدر ب 200مليون جنيه استرليني و لقي إقبالا ضخما من العديد من المستثمرين العالميين، ثم يأتي الاصدار الثاني للصكوك السيادية في 25 مارس 2021 بقيمة 500مليون جنيه استرليني لتعتلي المملكة المتحدة ريادة اصدار الصكوك المتعلق بالدول الغربية غير المسلمة بفضل تلك القوانين التي ساهمت في نمو سوق الصكوك في المملكة المتحدة. (GOV.UK, 2021)

4.4.2.3 التجربة المصرية

1.4.4.2.3 تطور صناعة التمويل الاسلامي في مصر

يعود تاريخ ظهور التمويل الاسلامي في مصر الى بداية ستينات القرن الماضي ، حيث تعتبر مصر من الدول الأوائل التي نادت بتطبيق المصرفية الاسلامية في العالم على يد الدكتور أحمد النجار سنة 1963.كانت دول الخليج ترى أن مصر سوق واعد لتطبيق صناعة التمويل الاسلامي بفضل عدد سكانها المتنامي و بفضل العمالة المصرية الموجودة في دول الخليج التي تقوم بتحويلات مالية الى أهلها في البلاد .

في سنة 1977 تم اصدار تشريع يسمح بتأسيس البنوك الاسلامية في مصر ما أدى الى انشاء بنك فيصل الاسلامي" سنة 1978،" ، و توسع ظهور المؤسسات المالية الاسلامية في مصر مع ثمانينات القرن الماضي مثل ظهور بنك البركة" سنة 1980و ازدياد شعبية المؤسسات المالية الاسلامية رغم المضايقات الرسمية التي فرضت عليها من طرف الحكومة ما أدى الى محدودية توسع نشاط صناعة التمويل الاسلامي. (المصري، 2015)

مع مطلع الالفية الثانية بدأت عملية الدمج والتشريعات بفضل عودة لاهتمام السياسي بالتمويل الاسلامي و أدخلت العديد من التعديلات سمحت في توسع البنوك التقليدية في فتح نوافذ اسلامية ،و ظهور الصكوك السيادية سنة 2013 و تم تطويرها الى غاية صدورها 15 اوت سنة 2021 بموجب قانون رقم 138 الصادر عن وزارة المالية بقيمة 6,1مليار دولار. (سفيان و بن حدو ، الصكوك السيادية وَ دورها فِي تَمْوِيلِ عجز الْمُوَازَنَةُ العامة دراسة حالة الصكوك السيادية المصرية، 2024).

كما قامت وزارة المالية المصرية بتاريخ 25جوان 2025 بإصدار دولي ثاني للصكوك السيادية بقيمة مليار دولار لمدة 03 سنوات بعائد سنوي يقدر ب 7,875%.)الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي(2025 ,

2.4.4.2.3 الجهات التنظيمية و الرقابية لسوق الصكوك في مصر:

1.2.4.4.2.3 الهيئة العامة للرقابة المالية (FRA): هي هيئة حكومية اعتبارية تم تأسيسها سنة 2009 ، تخضع لسلطة الوزير المختص بالاستثمار أو من يفوضه رئيس الجمهورية و تختص بقطاع الخدمات المالية في مصر.

مهامها:

- الرقابة على الانشطة المالية غير المصرفية ؛
- تنظيم الاسواق المالية غير المصرفية لضمان الاستقرار وكفاءة الاداء و الشفافية؛
- مكافحة التلاعب و الاحتيال في الاسواق المالية؛

قامت الهيئة العامة للرقابة سنة 2015 بتعديل قانون سوق رأس المال الذي بموجبه سمح بوجود تنظيم واضح لإصدار الصكوك بما يعزز شمولها ضمن باقي الادوات التمويلية الأخرى المتاحة في مصر، كما قامت بإطلاق دليل ارشادي حول آليات و قواعد الاصدار و التداول و شح جميع البيانات المطلوبة للإكتتاب. (Wikipedia، 2025)

2.2.4.4.2.3 اللجنة المركزية للرقابة الشرعية : هي جهة استشرافية عليا تابعة لهيئة الرقابة المالية مكلفة بضمان توافق اصدارات الصكوك و المنتجات المالية غير المصرفية مع مبادئ و أحكام الشريعة الاسلامية.

مهامها :

- اعتماد اصدار الصكوك الاسلامية و تطابقها مع احكام الشريعة الاسلامية و متابعة تداولها الى غاية اطفائها ؛
- اعتماد المنتجات غير المصرفية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية ؛
- الرقابة على عمل اللجان الشرعية الفرعية و مراجعة التقارير السنوية المقدمة من طرفها.

3.2.4.4.2.3 لجنة الرقابة الشرعية الفرعية : هي هيئة يتم تأسيسها او تشكيلها داخل المؤسسة المالية الاسلامية ، لتتولى مهام مراجعة و متابعة مدى التزام المؤسسة بأحكام الشريعة و يكون ذلك تحت اشراف اللجنة الشرعية المركزية.

مهامها :

- متابعة تنفيذ العمليات المالية للتأكد من خلوها من المخالفات الشرعية ؛
- مراجعة العقود و المنتجات قبل طرحها للتأكد من تطابقها مع أحكام الشريعة؛
- اصدار فتاوى داخل المؤسسة المالية حول المعاملات و المستجدات؛
- رفع تقارير بصفة دورية الى الادارة العليا و الى اللجنة الشرعية المركزية. (الحوتي، 2022)

3.2.4.4.2.3 اللجنة العليا للتقييم : تهدف هذه اللجنة الى تقييم حق الانتفاع او تقدير القيمة الإيجارية للأصول التي يتم اصدار الصكوك على اساسها متكونة من عدد غير محدد من خبراء التقييمات . (سفيان و بن حدو ، الصكوك السيادية وَ دورها فِي تَمْوِيلِ عجز الْمُوَازَنَةُ العامة دراسة حالة الصكوك السيادية المصرية، 2024)

3.4.4.2.3 المنظومة القانونية لإصدار و تداول الصكوك في مصر :

– قانون 07 ماي 2013: تم اصدار قانون الصكوك في الجريدة الرسمية المصرية تحت رقم 10، الذي قام بوضع توضيحات عامة حول عملية اصدار الصكوك الذي يتم عبر الشركة ذات الغرض الخاص SPV، التي تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي ،كمان نص هذا القانون على دور الهيئة الشرعية في الاشراف على اصدار الصكوك و كيفية الاستثمار في عوائدها. (السيد، 2013)

– تعديل قانون سوق رأس المال 2018: سمح هذا التعديل في مادته 17بتطوير البيئة العامة الاستثمارية و تنويع الادوات المالية و فرض عقوبات على الجرائم المالية، اضافة الى تنظيم الاسواق المالية بمصر التي كان يحكمها القانون القديم رقم 95 لسنة 1992. (Khalifa، 2020)

– قانون رقم 138 الصادر في 15أوت 2021 :صدر هذا القانون الذي سمح بطرح الصكوك السيادية من طرف وزارة المالية بقيمة مليار و نصف المليار دولار لأول مرة في تاريخ البلاد في بورصة لندن ،حيث بلغت طلبات الاكتتاب نحو 6,1 مليار دولار بما يعني تجاوز قيمة الاصدار بأكثر من أربع مرات، كما شهد اقبالا كبيرا من المستثمرين الاجانب في الاسواق المالية العالمية بأكثر من 250 مستثمر أجنبي و تم الاعلان على أن عملية الطرح ستكون على مدار3سنوات بقيمة 5 مليار دولار. (سفيان و بن حدو ، الصكوك السيادية وَ دورها فِي تَمْوِيلِ عجز الْمُوَازَنَةُ العامة دراسة حالة الصكوك السيادية المصرية، 2024)

5.4.2.3 أهمية دراسة هذه التجارب الدولية في مجال الصكوك

تكتسي دراسة التجارب السابقة في مجال الصكوك أهمية بالغة ، لما توفره من خبرات و نماذج تنظيمية يمكن الاستفادة منها من خلال :

- تنوع تجارب هذه الدول (رائدة على المستوى العالمي مثل ماليزيا ،رائدة على المستوى العربي مثل السعودية، غير اسلامية مثل المملكة المتحدة ،ناشئة مثل مصر)،يعكس مرونة الصكوك القادرة على التكيف مع بيئات اقتصادية و اجتماعية مختلفة؛
- الاستفادة من كيفية مواءمة القوانين و التشريعات مع متطلبات الصكوك؛
- دور الهيئات و الرقابة الشرعية و التنفيذية في تسهيل عملية الاصدار و التداول للصكوك؛
- نماذج حول الاصدارات المختلفة لأنواع الصكوك ،منها ما كان لتمويل عجز الميزانية او لتمويل مشاريع ،او استقطاب السيولة؛
- مدى تفاعل الاسواق و المستثمرين مع الصكوك.

5. 2.3 متطلبات اصدار و تداول الصكوك في الجزائر

بعد استعراض واقع الاصدارات العالمية للصكوك ، تبرز الآن الحاجة للوقوف حول تحديات و متطلبات اصدار و تداول الصكوك في الجزائر على ضوء مختلف التجارب الدولية التي تطرقنا لها، و التي تسمح بتجسيدها على أرض الواقع رغم محاولاتها في الآونة الأخيرة لتدارك هذا التأخر من خلال انفتاحها على المالية الاسلامية و ذلك باستصدار مجموعة من القوانين و النصوص التنظيمية بهدف تنويع مصادر التمويل. و يعود ذلك أساسا الى وجوب توفر جملة من المتطلبات التي لا تقتصر على الجانب التشريعي فقط بل تمتد لتشمل أبعاد و متطلبات أخرى التي يمكن على أساسها اصدار وتداول فعلي و ناجح للصكوك في الجزائر.

1.5.2.3 تحديات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر

تواجه عملية اصدار و تداول الصكوك في الجزائر جملة من التحديات التي قد تعيق انتشارها و تداولها، نذكر منها:

1.1.5.2.3 التحديات القانونية و التشريعية: عدم كفاية النصوص القانونية رغم إقبال الجزائر على إصدار الصكوك السيادية دون باقي الأنواع الأخرى بسبب الطبيعة الخاصة للصكوك التي تختلف عن الادوات المالية التقليدية، الذي من شأنه تأطير عملية الإصدار و التداول بما يسمح بحماية حقوق حملة الصكوك و التزاماتهم ، بالاضافة الى غياب التنسيق بين القواعد المنظمة للصكوك و الأحكام المتعلقة بالملكية العامة و الافلاس و المنازعات القضائية .

2.1.5.2.3 التحديات المؤسسية و التنظيمية: تكمن في الحاجة الى تحديد الادوار و المسؤوليات بين مختلف الجهات التي لها دخل في عملية الاصدار او التداول بما فيها السلطات المالية و الرقابية و البنوك و المؤسسات ، فالاصدار الأخير التي قامت به الجزائر انحصر دور الاصدار على الخزينة العمومية للصكوك السيادية و تم الاشارة الى امكانية تداول هاته الصكوك ،و عدم التطرق الى الشركة ذات الغرض الخاص التي من شأنها تسهيل اصدار باقي أنواع الصكوك مستقبلا

3.1.5.2.3 التحديات الشرعية: تعترض الصكوك الاسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على نزاهة عمل الادوات المالية الاسلامية و على الصيرفة الاسلامية ، فهناك من يبالغون في تشددهم و يحرمون هذه الصكوك و باقي المنتجات المالية الاسلامية لوجود أقل شبهة، مما يسبب في تراجع الاقبال عليها ،بالتالي يبرز التحدي بضرورة ضمان مطابقة الصكوك لأحكام الشريعة من قبل المجلس الأعلى الاسلامي في الجزائر مستقبلاً.

4.1.5.2.3 التحديات المالية و الاقتصادية: خصوصا مع اعتماد الجزائر على عائدات المحروقات في تمويل الميزانية العامة ، هذا ما يجعل من تنويع مصادر التمويل هدفا اقتصاديا ، بالتالي تبرز الصكوك الاسلامية كأداة تمويلية مكملة و مدى قدرتها على استقطاب المدخرات الوطنية في ظل تراجع الموارد المالية للجزائر.

5.1.5.2.3 تحديات السوق و السيولة: قد يحتاج المستثمر في الصكوك الى سيولة قبل تاريخ الاستحقاق هذا ما يحتم عليه بيع الصك في السوق الثانوي ، كما هو معلوم فالسوق الثانوي في الجزائر يعاني من ركود و نقص الفعالية حتى مع الادوات المالية التقليدية هذا ما قد يسبب في تراجع الاقبال على الصكوك مستقبلا في الجزائر .

6.1.5.2.3 تحديات الوعي و الثقة لدى المستثمرين: ان غياب نشر الوعي امام المواطنين لمزايا الصكوك و التفرقة بينها و بين السندات و الأسهم بالاضافة الى الافصاح عن طبيعة المشاريع الممولة من طرف الصكوك من شأنه ان يسبب في نقص الاقبال على الصكوك كما حدث مؤخرا مع الصكوك السيادية في الجزائر .

قبل التطرق إلى متطلبات اصدار و تداول في الصكوك في الجزائر، يجب التأكيد على أهم المقومات الأساسية لإنجاح المبادرات و الأنشطة المالية و الاقتصادية في الجزائر نذكر أهمها: (أحمد، 2020، صفحة 277)

- الاستقرار السياسي في البلاد ، المستثمر الاجنبي او المحلي لن يجازف برأسماله في بيئة سياسية و أمنية غير مستقرة لإرتفاع درجة المخاطرة ، خاصة فيما يتعلق بالصكوك التي تحتاج زمن أطول لاستردادها؛
- الإرادة السياسية ، يظهر جليا من خلال توجه صناع القرار في ترسيخ الصكوك الاسلامية عن طريق سن تشريعات و قوانين منظمة لإصدار الصكوك و منح حوافز قانونية و مالية و غيرها؛
- ملائمة المناخ الاستثماري ، يظهر من خلال وجود ثقة في النظام السياسي و الاقتصادي القائم و التنظيم الذي يعكس وضوح السياسات النقدية و المالية و تشريعات الشركات و سوق الصرف وغيرها من القوانين التي تدخل في الحياة الاقتصادية.

2.5.2.3 المتطلبات المؤسساتية والرقابية لسوق الصكوك في الجزائر

من خلاصة دراستنا للتجارب السابقة لكل من ماليزيا و السعودية و المملكة المتحدة و مصر ، اتضح لنا أن الجهات المشرفة على المعاملات المالية التقليدية هي نفسها المسؤولة على الإشراف على المعاملات المالية الإسلامية ، باستثناء ماليزيا التي قامت بإنشاء مجالس استشارية شرعية مركزية مستقلة بهدف ضمان مدى مطابقة المنتجات المالية الاسلامية مع أحكام الشريعة.

رغم قرار رقم 85 المؤرخ في 01 جوان 2025 المتعلق بإصدار الصكوك السيادية في الجزائر ،فإنه لم يشر صراحة الى أهم الجهات التي تدخل في عملية الإشراف على اصدار و تداول الصكوك في الجزائر من غير الخزينة العمومية التي تعبر عن الجهة التنفيذية لوزارة المالية، و بناء على ما سبق فإن الجهات المؤسساتية و الرقابية التي من الممكن انها تعمل على انجاح اصدار و تداول الصكوك في الجزائر نذكر أهمها فيما يلي :

1.2.5.2.3 البنك المركزي (بنك الجزائر) :

يعد البنك المركزي أعلى سلطة هرمية للجهاز المصرفي الجزائري، الذي يتولى التنظيم و الإشراف و الرقابة على النشاط المالي للبنوك و المؤسسات المالية سواء كانت تقليدية او اسلامية ، و يتمثل دور البنك المركزي المحتمل في حال اصدار الصكوك من خلال قيامه بالرقابة المباشرة اذا تعلق الأمر بإصدار الصكوك السيادية و رقابة غير مباشرة تكون على لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يقوم البنك المركزي بمسؤولياته التنظيمية عن طريق مجموعة من الهيئات التي من الممكن ان يكون لها دور في حال اصدار الصكوك . (بنك الجزائر)

نظام القطاع المصرفي في الجزائر لا يراعي خصوصيات عمل المصارف الاسلامية ، هذا ما يخلق تحدي كبير في نمو الصناعة المالية الاسلامية بصفة عامة في الجزائر ،هذا ما يستوجب من البنك المركزي عن طريق مجلس النقد و القرض بصفتها الجهة المسؤولة عن التخطيط و الرقابة مراعاة خصوصيات المصارف الاسلامية عن المصارف التقليدية الذي من شأنه ترك الأثر الايجابي على سوق الصكوك، كما يمكن استخدامها كأدوات بديلة لإعادة التمويل أو لتطبيق متطلبات لجنة بازل III.

جدول رقم(3-12): أهم الهيئات التابعة للبنك المركزي و دورها الحالي و دورها المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر.

الهيئة	أبرز وظائفها الحالية	دورها المحتمل في حال طرح الصكوك
مجلس النقد و القرض	التخطيط و التنفيذ للسياسة النقدية و الائتمانية ، بالإضافة الى وضع ادوات الرقابة على السيولة و الائتمان.	وضع القواعد و القوانين العامة للصكوك ضمن السوق المالي مع ضبط علاقاتها بالسيولة و الائتمان مع وجوب مراعات خصوصيات التمويل الاسلامي و عمل المصارف و المؤسسات المالية الاسلامية الذي من شأنه ان ينعكس ايجابا على نمو سوق الصكوك ، خاصة اذا انضم البنك المركزي ل (AAOIFI) .
اللجنة المصرفية	تعمل على الرقابة على المؤسسات المالية و البنوك بهدف ضمان احترام القوانين المصرفية	متابعة عمل البنوك و المؤسسات المالية عند طرحها للصكوك للاكتتاب بهدف ضمان الاستقرار في المعاملات .

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (بنك الجزائر)؛ (حبيبة، متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري – دراسة استشرافية–، 2022)

2.2.5.2.3 لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB):

" هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10، تقوم على تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ".

بناء على التجارب الدولية السابقة فلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB)، تقابلها في التجربة الماليزية (SC), و (CMA)، و (FCA) في تجربة المملكة المتحدة،(**FRA**)حسب التجربة المصرية، يتمثل دورهم في مراقبة السوق المالي.

كما قد سبق وقامت (COSOB) بدراسة موضوع الصكوك الاسلامية سنة 2010 ، خلصت الى ان تطبيق الصكوك في الجزائر لايزال بعيد المنال لغياب البيئة القانونية الداعمة .

مع تراجع اسعار المحروقات سنة 2014 عادات (COSOB) لطرح موضوع الصكوك مجددا و طلبت من وزير المالية اعادة الى تشكيل هيئة فنية لتحديد آليات و شروط الإصدار و تصنيف انواع الصكوك المستهدفة، قامت COSOB في 2015بعقد اتفاقية مع شركة سعودية للاستفادة خبراتها في سنة 2016 صرح مدير لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة الى امكانية طرح سندات تتماشى مع أحكام الشريعة الاسلامية ، كما قامت في مارس 2019 بعقد اتفاقية مع هيئة الأوراق المالية الاماراتية لتبادل و تطوير الخبرات في ميدان الأسواق المالية. (COSOB)

ينتظر من (COSOB) الكثير لتقدمه في حال بدأ العمل بالصكوك الاسلامية في الجزائر الذي يمكن أن نوجزه في الجدول أدناه.

جدول رقم(3-13): أهم الهيئات التابعة للجنة (COSOB) و دورها الحالي و دورها المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر.

الهيئة	أبرز وظائفها الحالية	دورها المحتمل في حال طرح الصكوك
السلطة التنظيمية	وضع القواعد المهنية التي يخضع لها وسطاء البورصة و تسيير حافظة القيم المنقولة و الاعلام لتمكين الشركان و المساهمين من الحصول على المعلومات في نشرة الاصدار بصورة شفافة حول الوضعية المالية للشركة المالية .	رسم السياسة العامة للإصدار الصكوك ،و إعداد جميع متطلباتها المالية و القانونية و الشرعية و وضعه في نشرة الإصدار و هذا حسب نوع كل صك ، مع اصدار لوائح تنظيمية لحماية المستثمرين.
سلطة الاعتماد و التأهيل	اعتماد الوسطاء و تأهيل ماسكي الحسابات و حافظي السندات.	منح الإعتماد للبنوك و المؤسسات المالية الراغبة في اصدار الصكوك
سلطة المراقبة و	التأكد من مدى احترام المتدخلين في السوق	فرض الرقابة على عمليات الإصدار للتأكد من الالتزام

الحراسة و التحقيق	للأحكام القانونية التي تحكمها و حسن سير السوق ،كما يمكن تنفيذ تحقيقيات لدى الشركات و المؤسسات المالية تكون معنية بعملية محددة على القيم المنقولة.	بالقوانين و الشفافية و فرض عقوبات على المخالفين.

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على (COSOB)؛ (بلخير، صكوك الإستصناع و تطبيقاتها المعاصرة، 2018، الصفحات 216-217).

3.2.5.2.3 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة " بورصة الجزائر"(SGBV):

"تأسست بورصة الجزائر بموجب مرسوم تشريعي رقم 93-10 بتاريخ 23 ماي 1993، تتمثل اطارا منظما و مضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة لتمكينهم من أداء مهامها و فقا للقوانين و الأنظمة المعمول بها ".

تغيب المنتجات التمويلية الاسلامية سواء كانت أسهم أو صكوك أو مؤشرات شرعية عن بورصة الجزائر مثل ما هو موجود في التجارب السالفة الذكر، رغم هذا فبورصة الجزائر يقل فيها تداول حتى المنتجات المالية التقليدية المعروضة و انحصارها على الأسهم و السندات لوجود العديد من التحديات التي تعاني منها نذكر أبرزها ما يلي:

- معاناة أعوان الاقتصاد الجزائري من الضغط الجبائي؛
- سياسة خفض الفائدة للقروض البنكية خاصة سنة 2014 سمح للبنوك تفريغ سيولتها، ما جعل المؤسسات تقترض من البنوك عوض اللجوء للبورصة و طرح سندات او أسهم ؛
- سيطرة السوق الموازي على الاقتصاد الجزائري سمح لأصحاب الفوائض المالية بالاستثمار بأقل خطورة ،و سمح لأصحب العجز من الحصول على مصادر تمويلية أقل تكلفة مما يوجد في السوق المالي؛
- العامل الديني و تأثيره على تراجع الاستثمار في السوق المالي. (رشيد، 2006، صفحة 280)

جدول رقم(3-14): شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و دورها الحالي و دورها المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر.

أبرز وظائفها الحالية	دورها المحتمل في حال طرح الصكوك
• التنظيم الفعلي لعملية ادراج الأوراق المالية في بورصة القيم المنقولة. • التنظيم المادي لحصص التداول . • نشر المعلومات الرسمية للتسعير و تنظيم عمليات المقاصة	• توفير منصة لتداول الصكوك . • نشر المعلومات الخاصة بإصدار الصكوك بصفة شفافة و منظمة ، • ادراج الصكوك في السوق الثانوي بعد اعتمادها من لجنة (COSOB).

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (SGBV Bourse d algerie)؛ (سعيدة و بوزيان ، 2023، صفحة 17)

4.2.5.2.3 المديرية العامة للخزينة :

هي هيئة تابعة لوزارة المالية ، تضطلع بالعديد من المهام حددها المرسوم التنفيذي رقم 07-364 المؤرخ في 28نوفمبر 2007 ،و المتعلق بتنظيم الإدارة المركزية لوزارة المالية.

حسب ما نشر في الجريدة الرسمية في العدد 38 بتاريخ 19 جوان 2025 ،فقد تم تحديد دور الخزينة في اصدار الصكوك السيادية في بورصة الجزائر كما يمكن أن تفوض هيئة أخرى للقيام بمهامها في اصدار الصكوك السيادية لحساب الخزينة العمومية.

ستلعب المديرية العامة للخزينة العامة دور المنظم في سوق الصكوك السيادية عن طريق تدخلها في السوق بهدف التخطيط لإصدارات الصكوك السيادية تحديد نوعها حسب المشروع المستهدف تمويله إضافة الى قيامها بالإشراف على عملية التنفيذ.

جدول رقم(3-15): المديرية العامة للخزينة و دورها الحالي و دورها المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر.

أبرز وظائفها الحالية	دورها المحتمل في حال طرح الصكوك
صياغة النصوص التنظيمية و التشريعية المرتبطة باختصاصها ،تنظيم سوق رأس المال و تطويره، تأطير العمل في الأسواق الأولية و الثانوية، تشجيع الاستثمار في الأسواق المالية . إعداد تقارير سنوية لوضعية عمل الأسواق المالية.	إضافة الى ما نشر في الجريدة الرسمية السالفة الذكر يمكن ان يكون للخزينة العمومية دور مهم في التنسيق بين البنك المركزي و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و المجلس الأعلى الاسلامي في حال تم طرح الصكوك السيادية و القيام بدفع العوائد للمكتتبين في الصكوك كما يمكن أن تكون الخزينة كضامن للاستقرار سوق الصكوك عبر تنظيم العروض و تحديد آليات التسعير لكن مع ضرورة تكييف عملها حسب المتطلبات الشرعية للصكوك.

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (mf.gov.dz)؛ (الإذاعة الجزائرية، 2025)

5.2.5.2.3 المجلس الأعلى الإسلامي ولجان الرقابة الشرعية:

"هي هيئة استشارية تعمل على ضمان مرجعية دينية وطنية موحدة وحماية الهوية الاسلامية من أي انحراف فكري أو مذهبي أنشئت بموجب دستور 1996" .

كما يمكن ابراز أهم الوظائف الحالية و الأدوار المستقبلية في حال طرح الصكوك تم تلخيصها في الجدول التالي :

جدول رقم(3-16) : المجلس الأعلى الإسلامي دوره الحالي و دوره المحتمل في حال اصدار الصكوك في الجزائر.

أبرز وظائفه الحالية	دوره المحتمل في حال طرح الصكوك
تطوير كل عمل من شأنه ترقية الفكر و الاجتهاد مع جعل الاسلام في مأمن من أي انحراف، و يسمح المجلس بالتكفل بكل المسائل الوطنية المتصلة بالإسلام و إبداء الفتوى فيها ، مع توطيد التعاون مع نظيراتها من مختلف المؤسسات على مستوى العالم.	اصدار الفتاوى فيما يخص مدى مطابقة اصدارات الصكوك و مبادئ الشريعة الاسلامية لاسيما أنواع الصكوك التي تم الاشارة لها في الجريدة الرسمية للعدد 38 لسنة 2025(الاجارة ، المضاربة ،الاستصناع..)،و كذا تقديم استشارات شرعية لبورصة الجزائر و الخزينة العمومية قبل اعتماد الصكوك، كما يمكن ان تلعب دور الرقابة لعملية تداول الصكوك و التزامها بالضوابط الشرعية. ضبط المعايير الشرعية و المحاسبة ذات الصلة بالصكوك تطوير و توحيد هياكل الصكوك تقديم المشورة الى COSOBفيما تعلق بالجوانب الشرعية لصكوك الرقابة على اللجان الشرعية الداخلية الموجودة داخل جميع المؤسسات التي تقدم خدمات مالية و مصرفية اسلامية.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (elmadjlis-hci.dz)؛ (بوجلال، 2020)؛ (بلخير، صكوك الإستصناع و تطبيقاتها المعاصرة، 2018، صفحة 218)

أشار المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية الى ضرورة وجود لجان رقابة شرعية على مستوى جميع المؤسسات المالية و المصارف التي تقوم بتقديم خدمات مالية اسلامية بما فيها الصكوك ، و لا يقتصر عمل هذه اللجان على اصدار الفتاوى المتعلقة بجواز اصدار الصكوك، بل يجب عليها القيام بما يلي:

- ضبط و مراجعة جميع بنود العقد و الوثائق ذات الصلة بالمعاملة الفعلية المتعلقة بالصكوك؛
- الاشراف على عملية اصدار الصكوك و التأكد من توافقها مع أحكام الشريعة في كل مراحلها من الاصدار و التداول الى غاية الاطفاء؛
- الحرص على استخدام عائدات الصكوك في استثمارات متوافقة مع الشريعة. (COMCEC, 2018, p. 24)

و لكي تقوم اللجان الشرعية بمهامها الشرعية الذي يسمح لها بتطوير نمو سوق الصكوك في الجزائر ، لا بد من أن تكون هاته اللجان مكونة من أعضاء يحوزون على كفاءة علمية و شرعية تحت إشراف المجلس الأعلى الاسلامي و بنك الجزائر لوضع ضوابط عمل هذه اللجان في اطار الحوكمة الشرعية للبنوك والمؤسسات المالية.

6.2.5.2.3 هيئات أخرى :

1.6.2.5.2.3 المديرية العامة للضرائب:

"هي هيئة تابعة لوزارة المالية مكلفة بالسهر على دراسة و اقتراح و إعداد النصوص التشريعية و التنظيمية، اضافة الى تنفيذ التدابير الضرورية لإعداد الأوعية الضريبية و تصفيتها و تحصيل الضرائب و الحقوق و الرسوم الجبائية و شبه الجبائية وجميع المهام ذات الصلة بالضرائب" (dgfp.gov.dz، 2007، الصفحات 15-16)

على ضوء التجارب السابقة يمكن أن يكون للمديرية العامة للضرائب ادوار مهمة محتملة من خلال :

- ارساء قواعد واضحة لكيفية معالجة الضريبة المطبقة على اصدارات الصكوك؛
- الزيادة من جاذبية الصكوك، من خلال وضع اعفاءات و امتيازات لتشجيع الاكتتاب في الصكوك؛
- تحديد كيفية تطبيق الضرائب على العوائد المتأتية من الصكوك ؛
- تجنب الازدواجية الضريبية نتيجة عدم الفهم الجيد لهيكل بعض الصكوك.

2.6.2.5.2.3 المديرية العامة للأملاك الوطنية:

"تقوم المديرية العامة للأملاك الوطنية بتعزيز كافة التدابير لحماية الممتلكات العامة (عقارات منقولات)، و مراقبة شروط استخدامها من خلال تصميم و اقتراح مشاريع النصوص التشريعية و التنظيمية". (المادة 15 من قانون 90-30، 1990)

المهام المحتملة للمديرية العامة للأملاك الوطنية في حال اصدار الصكوك على ضوء التجارب السابقة:

- تخصيص و فرز الأصول (عقارات ، منقولات) التي من الممكن أن تكون أساسا لإصدار الصكوك السيادية؛
- تسيير و ضبط الأملاك العمومية التي تستخدم في طرح الصكوك و فرض الرقابة على سير عملية الاستثمار في أملاكها بالشكل الذي لا يسبب فناء او تلف املاكها؛
- المساهمة في إعداد دفتر الشروط في حال اصدار الصكوك السيادية.

3.6.2.5.2.3 مجلس المنافسة:

"هي هيئة إدارية قانونية تتمتع بالاستقلالية المعنوية و المالية ،و جهاز إستشاري و رقابي يهدف إلى ضمان احترام قواعد المنافسة في السوق الوطني" (وزارة التجارة)

دور مجلس المنافسة الممكن في حال اصدار الصكوك على ضوء وظائفها التقليدية :

- حماية حرية المنافسة في اصدار و تداول الصكوك بين جميع المتدخلين لضمان منافسة عادلة؛
- منع الاحتكار سوق الصكوك و تشجيع الشفافية بما يتيح تكافئ الفرص لجميع المستثمرين ؛
- تقديم المشورة و الرأي للحكومة حول أثر الصكوك على سوق رأس المال.

4.6.2.5.2.3 المجلس الوطني للمحاسبة:

"هي الهيئة العليا التي تعنى بتنظيم مهنة الحاسبة في الجزائر ، تخضع لسلطة وزير المالية، يتولى هذا المجلس مهام الإعتماد و التقييس المحاسبي بالإضافة الى تنظيم و متابعة المهن الحرة" (المادة 04 من القانون 10-01، 2010)

دور المجلس الوطني للمحاسبة في حال اصدار الصكوك على ضوء وظائفه التقليدية و على ضوء التجارب السابقة:

- إعداد و تقديم معايير محاسبية موحدة خاصة بالصكوك من خلال صياغة قواعد محاسبية تتناسب و طبيعة كل صك؛
- تكييف النظام المحاسبي الجزائري بصورة توافقية مع متطلبات (AAOIFI)؛
- ضبط قواعد الافصاح المحاسبي و المالي للصكوك لضمان الشفافية التي تمكن المستثمرين من فهم حجم المخاطر و العوائد المحتملة للصكوك.

3.5.2.3 المتدخلون المحتملون في سوق الصكوك الجزائرية:

حسب ما صدر في الجريدة الرسمية للعدد 38 للسنة المالية 2025، الذي تم الترخيص بموجبه للخزينة العمومية لإصدار الصكوك السيادية في بورصة الجزائر، مع السماح للأشخاص المعنويين و الطبيعيين بالمشاركة في تمويل المنشآت و التجهيزات العمومية ذات الطابع التجاري و تعود ملكيتها للدولة . في هذا القرار تم التطرق الى الاطراف المشاركة في سوق الصكوك المقتصر على الصكوك السيادية دون غيرها ، على ضوء هذا يمكن لنا توقع أهم المتدخلين في سوق الصكوك الجزائرية بصفة عامة .

1.3.5.2.3 الأشخاص المعنوية :

– المؤسسات السيادية :

هي مؤسسات الدولة العليا و التي تمثل أركان الدولة ، فالعديد من المرات تواجه الدولة ندرة مالية خاصة مع تذبذبات أسعار البترول ،الامر الذي يدفعها الى ايجاد مصادر لتمويل نفقاتها المتزايد التي سبق وتطرقنا له، لهذا فإن اصدار الصكوك السيادية أصبحت ضرورة حتمية لتنويع مصادر التمويل بعيدا عن طبع النقود و ما يخلفه من آثار وخيمة على الاقتصاد و المجتمع ، مثل ما قامت به السعودية من خلال خطة "رؤية 2030" بالاعتماد على الصكوك السيادية لتنويع مصادر التمويل و التقليل من الاعتماد على البترول .من خلال ما سبق من بين هذه المؤسسات التي يمكن أن تشارك في سوق الصكوك :

- **الخزينة العمومية** : تتولى اصدار الصكوك السيادية باسم الدولة بعد منحها التفويض من وزارة المالية، تهدف الى تعبئة الموارد المالية ،تهدف بذلك لتغطية عجز الميزانية و تمويل مشاريع البنية التحتية، كما تقوم بعملية التنسيق مع وزارة المالية و البنك المركزي و هيئة (COSOB) الى جانب هذا فمديرية الخزينة العامة من مهامها إدخال نظام المتعاملين الأوليين .و هذا النظام مطبق على سندات الخزينة المماثلة (OAT)، من خلال متعاملين يطلق عليهم اسم " المتخصصين في سندات الخزينة" يمكن أن يكون هؤلاء المتخصصين (بنوك ،مؤسسات مالية، شركات تأمين..)في عمليات البورصة بعد اعتمادهم من الخزينة العمومية .يمكن خلال عملية طرح الصكوك السيادية في الجزائر الاستفادة من هؤلاء المتخصصين في سندات الخزينة مع ادخال نظام المتعاملين الاوليين الاسلاميين ، حيث يقتصر تدخلهم على الصكوك السيادية الاسلامية فقط.
- **الشركات الوطنية** : يمكن أن تقوم الشركات و المؤسسات الوطنية في الجزائر بإصدار ما يعرف بالصكوك شبه السيادية، اطلق عليها هذا الاسم لأن جهة الاصدار ليست الدولة مباشرة ،كما يمكن أن تدخل الشركات الوطنية لسوق الصكوك للحصول على التمويل اللازم لتغطية حاجاتها التمويلية دون الحاجة للاقتراض ،الأمر الذي يساعد في نمو و تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر.

تتكون الشركات الوطنية من :

- مؤسسات عمومية؛
- بنوك وطنية؛
- شركات استراتيجية (سوناطراك،..)؛
- الهيئات و الصناديق العمومية (هيئة الضمان الاجتماعي،..).

– الجهات غير السيادية :

الشركات و المؤسسات الخاصة: على غرار الشركات الوطنية يمكن أن تلجأ الشركات و المؤسسات الخاصة لسوق الصكوك في حالة اصدارها و يطلق عليها صكوك الشركات و يكون هذا بهدف طلب التمويل ، أو لشراء الصكوك لغرض الاستثمار و تنمية مواردها المالية.

2.3.5.2.3 الاشخاص الطبيعيون:

– الأفراد :

في ظل ضعف اقبال المستثمرين الافراد على بورصة الجزائر و حتى لا يستمر هذا الحال بعد اصدار الصكوك ، يجب توفير مجموعة من الشروط تسمح زيادة استقطاب مجموعة واسعة من الافراد و توظيف مدخراتهم عوض اكتنازها، و من أهم هذه الشروط :

- التخفيض من القيمة الاسمية الصكوك السيادية و جعلها في متناول الافراد؛
- رفع العوائد الخاصة بالصكوك و جعلها أكثر تنافسية مما تقدمها فوائد البنوك؛
- تمكين المستثمرين من الوصول بسرعة و شفافية للصكوك المصدرة؛
- وضع (COSOB) لقواعد خاصة لإصدار الصكوك المتعلقة بالافراد؛
- توفير سوق ثانوي للصكوك من شأنه استيعاب اكبر عدد مكن من الأفراد؛
- تقديم تحفيزات و اعفاءات ضريبية للأفراد . (نوارة، 2014، صفحة 285)

4.5.2.3 المتطلبات القانونية والتنظيمية:

بناءً على القانون النقدي والمصرفي 23- 09 المؤرخ في 21 جوان 2023 ، و بناءً على قانون المالية لسنة 2025 ، و بناءً على القرار رقم 85 المؤرخ في 01 جوان 2025 ، و بناءً على القرار الصادر في الجريدة الرسمية لعددها 38 بتاريخ 19 جوان 2025، بناءً على القرار رقم 443 الصادر بتاريخ 28 ديسمبر 2025،بموجب هذه القرارات دخلت الصكوك بصفة رسمية السوق المالية الجزائرية مقتصرة على الصكوك السيادية بنوع صكوك اجارة حق الانتفاع، تم تفعيلها على ارض الواقع 27يناير 2026 في انتظار ترسيم باقي الأنواع الأخرى من الصكوك. كما سيسمح تقنين الصكوك السيادية لـ (COSOB) العمل تحت غطاء قانوني بعد رفضها للعديد من المرات تطبيق الصكوك لغياب السند القانوني .

رغم هذا فقد اقتصرت هذه القوانين على الصكوك السيادية دون صكوك الشركات ، كما أن القيم المنقولة حسب القانون الجزائري تخضع الى نظام قانوني مختلط في عملية تأطيرها ،فالقيم المنقولة الصادرة عن الشركات خاضعة للقانون التجاري(قانون خاص)، في حين القيم المنقولة الصادرة عن الدولة أو ممثليها كالخزينة و العمومية و الجماعات المحلية تخضع لقرارات وزارة المالية(قانون عام).

1.4.5.2.3 الاطار القانوني لتكييف استيعاب الصكوك السيادية :

حددت المادة 04 من القانون رقم 83-19 المتعلق بقانون المالية لسنة 1984 على اعطاء الصلاحيات لوزير المالية في ادارة السندات التي تأخذ الأشكال التالية :

- اصدارات دائمة لسندات تجهيز موجهة لتمويل الاستثمارات حسب كل صيغة؛
- سندات تجهيز في حساب جاري، مخصص للاكتتاب الحر؛
- سندات تحويل الدين و اعادة تحويل الدين العائم أو القيم بتجميده؛
- سندات مختلفة المدة (طويلة، قصيرة) موجهة لتغطية أعباء الخزينة؛ (نوارة، 2014، صفحة 280)

رغم اختلاف أشكال السندات و اختلاف استخداماتها و الفئات المستهدفة و مدتها و قابليتها للتداول ، إلا أنها تشترك في اعتمادها على نسبة الفائدة المحرمة شرعا، مما جعلها لا تستوعب الصكوك التي تقوم على ضوابط الشريعة الاسلامية ، حتى جاء قانون المالية لسنة 2018الذي أعطى الحق لوزير المالية الى امكانية اصدار صكوك سيادية في المدى الطويل الذي كان الهدف منه أساسا تعبئة الموارد المالية الموجودة خارج الجهاز المصرفي و هو ما يعبر عن انحراف في الهدف التي توجد لأجله الصكوك، و بهذا تم التخلي عن فكرة الصكوك السيادية . مع بروز الحاجة الماسة للموارد المالية خاصة مع زيادة النفقات العامة و تذبذب أسعار البترول أصبح من الضروري العودة الى فكرة طرح الصكوك لتمكين الخزينة من تغطية احتياجاتها التمويلية ، بناء على هذا التوجه و انسجاما مع الاصلاحات الرامية الى تطوير السوق المالية و توسيع الادوات الاستثمارية تم اصدار القانون النقدي و المصرفي لسنة 2023 الذي تم التطرق فيه للصكوك الاسلامية ، ليأتي بعدها قانون المالية لسنة 2025 في مادته 179 ليرسم ظهور الصكوك السيادية في الجزائر و السماح للخزينة العمومية القيام بالإصدار و أنواع الصكوك السيادية و الهدف منها، ثم تبعها قرار رقم 85 الصادر في الفاتح جوان 2025 حين أقر وزير المالية و بصفة رسمية طرح الصكوك السيادية و تم نشرها في الجريدة الرسمية لعدد 38 بتاريخ 19جوان 2025 وقرار 443 المؤرخ في 28ديسمبر 2025،كان هذا تطبيقا لقانون المالية لسنة 2025 في مادته 179من القانون 24-08 المتعلق بإصدار الصكوك السيادية من طرف الخزينة، نذكر اهم ما جاء في هذا القرار المشهر في الجريدة الرسمية :

- الهدف من اصدار الصكوك السيادية تمويل تجهيزات و منشآت عمومية ذات طابع تجاري؛
- تقوم الخزينة بعملية الإصدار او تفوض من ينوب عنها؛
- تدعم الصكوك السيادية بأصول ملموسة ،أو بمشاريع ، أو بحقوق ملكية ،أو حقوق انتفاع ، مع امكانية اصدارها بصيغ مختلفة (اجارة، مشاركة ، مضاربة ، استصناع ، وكالة)؛
- يصدر وزير المالية مقرر للدعوة للإكتتاب في الصكوك السيادية ،بعد الحصول على شهادة المطابقة من المجلس الأعلى الإسلامي؛
- يتضمن مقرر اصدار الصكوك السيادية على العديد من المعلومات (تاريخ الاكتتاب، العائد المتوقع ،الأطراف المشاركة في عملية الاصدار و دورهم، شروط التنازل و اعادة الشراء للصكوك السيادية)؛
- يكون الاكتتاب في الصكوك السيادية اما بشكل مادي او عن طريق التسجيل في حساب جاري، كما يمكن ان تكون الصكوك السيادية بالصيغة الاسمية أو لحاملها؛
- متابعة العمليات المتعلقة بإصدار و تداول الصكوك السيادية تكون من قبل الخزينة العمومية أو من قبل الهيئة المفوضة؛
- تكليف مدير الخزينة العامة على السهر لتنفيذ هذا القرار.

من خلال قراءتنا لما ورد في نص الجريدة الرسمية فهو يعبر عن خطوة متقدمة لترسيخ الاطار القانوني لإصدار الصكوك السيادية في الجزائر ، رغم هذا لايزال ينقص هذا القرار عدة توضيحات ربما لغياب نصوص تنظيمية مفسرة ، نذكر أهم ما استخلصناه من نقائص على ضوء ما ورد في هذا القرار بهدف التجسيد الفعلي للصكوك السيادية على أرض الواقع :

- عدم توضيح طبيعة الأصول و لا معايير اختيارها لتصكيكها ،هذا لخصوصية املاك الدولة غير قابلة للتنازل ، اضافة هل يمكن ان تشمل مشاريع استراتيجية ؛
- عدم توضيح الهيئة الأخرى المقصودة التي يمكن للخزينة العامة تفويضها لإصدار الصكوك السيادية يمكن أن تكون (spv، بنك عمومية ، مؤسسة مالية معينة ، هيئة دولية مختصة ...)؛
- السماح للصكوك لحاملها يعرض العملية للعديد من المشاكل (غسيل الأموال، نقص الشفافية)، في حين غالبية الدول تعتمد على الاصدار بالصيغة الاسمية للعديد من الاعتبارات (سهولة الرقابة، الحوكمة)؛
- عدم التطرق لكيفية تداول الصكوك في البورصة ؛
- عدم تحديد الجهة الرقابية المقصودة التي يمكن تفويضها من طرف الخزينة العمومية التي من الممكن أن تكون (COSOB)، او جهة أخرى.

ليأتي بعدها القرار الصادر في الجريدة الرسمية للعدد 38 بتاريخ 19جوان 2025 ، التأشير لإصدار الصكوك السيادية "إجارة" وتم تحديد أين تتم عملية الاكتتاب عن طريق:

- شبابيك البنوك؛
- فروع بنك الجزائر المركزي؛
- الخزينة المركزية بالإضافة الى الخزائن الولائية؛
- مكاتب بريد الجزائر ؛
- وكالات التأمين.

جدول رقم(3-17) : المعطيات الرئيسية لصكوك الإجارة السيادية في الجزائر

نوع الصك	اجارة (حق الانتفاع)
القيمة الاسمية للصك	صك :100.000دج،صك 1.000.000دج
المدة	07 سنوات
ملكية الصك	المكتتب او لحامله
الأجرة	ايجار سنوي يعادل مردود يقدر ب6% من رأس المال المستثمر.
الأشخاص المعنيون بعملية الاكتتاب	الجزائريين المقيمين و غير المقيمين الأشخاص المعنويين (خواص أو عمومين) الذي يخضعون للقانون التجاري

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (mf.gov.dz)

من خلال القراءة الأولية لأهم معطيات هذا الجدول الذي يبين قادم اصدارات الصكوك السيادية ستكون بصيغة اجارة المنافع لأصول مملوكة للدولة بنسبة عائد 6%لمدة 07 سنوات ، توجه حصيلة الاكتتاب في تمويل مشاريع الدولة من دون تحديد نوع

المشروع الذي يعتبر من الجهالة و هي محرمة شرعا، كما يمكن ان تكون ملكية الصك للمكتتب او لحامله ،كما قام المشرع بحصر المكتتبين في هذه الصكوك على للجزائيين المقيمين وغير المقيمين و الاشخاص المعنوية الخاضعة للنظام التجاري، بالتالي استثنى المستثمرين الأجانب من عملية الاكتتاب.

رغم صدور أهم المعطيات المتعلقة بإصدار صكوك الاجارة السيادية لحق المنافع بقي السؤال حول الأصول المستهدفة لإجارة منافعها. لكن غاب الطرح الفعلي لهاته الصكوك و باقي الانواع الأخرى من الصكوك السيادية التي اشارة لها الجريدة الرسمية للعدد 38 لسنة 2025 ،بسبب غياب الآليات و عدم وضوح طرق الاكتتاب الذي يرجع لعدم وجود نصوص تنظيمية.

مع اصدار القرار الوزاري رقم 443 المؤرخ في 2025/12/28 فتح المجال لإستكمال وتوضيح و تفعيل القرارات السابقة لاسيما القرار للعدد 38 المؤرخ في 19جوان 2025 المتعلقة بإصدار الصكوك السيادية في الجزائر و تجسيدها على أرض الواقع اين تم البدء في الاكتتاب بصفة رسمية في 27 يناير 2026 و لمدة شهرين حسب ما هو مبين في المادة الاولى في القرار كما يمكن ان يغلق باب الاكتتاب قبل هذه الآجال في حال بلوغ المبلغ المستهدف حسب المادة 06، سنحاول إبراز أهم ما جاء في هذا القرار (أنظر الملحق رقم 02) :

- ✓ **نوع الصكوك** : إجارة (حق انتفاع)؛
- ✓ **المدة** : سبع (7) سنوات ؛
- ✓ **القيمة الكلية** : 296.650,00 مليار دينار، ما يعادل 02 مليار دولار؛
- ✓ **القيمة الاسمية للصك**: 100.000دج أو 1.000.000دج؛
- ✓ **العائد** : إيجار سنوي منتظم يقدر ب 6 % من الاستثمار ؛
- ✓ **مطابقة الأحكام الشرعية** : الصكوك السيادية إجارة مصادق عليها من طرف المجلس الاسلامي الأعلى قائمة على مبدأ الاستثمار في أملاك عقارية حقيقية مملوكة للدولة و عائد منتظم ؛ (انظر الملحق رقم 03)

➢ **آليات إصدار صكوك الاجارة السيادية في الجزائر**

تمر عملية اصدار صكوك الاجارة السيادية بمجموعة من المراحل، نذكر منها :

- ✓ **نقل حق الانتفاع** :من خلال قيام الدولة بنقل حق الانتفاع بمحفظة من الأملاك العقارية الى حملة الصكوك مقابل مبلغ الاكتتاب ؛
- ✓ **تأجير الأملاك العقارية** : الدولة تستأجر الأملاك العقارية نفسها لمدة 7 سنوات و تدفع إيجارا سنويا ؛
- ✓ **إعادة شراء الحق** : في نهاية المدة ، تسترد الدولة أملاكها بالقيمة السوقية مضافة إليها دفعة الإيجار الأخيرة . (انظر الملحق رقم 04)

- **الأملاك العقارية المعنية بعملية التصكيك :**

تعد الاملاك العقارية التي يمكن توظيفها في عملية التصكيك محفظة الأصول التي تشمل أساسا :

- ✓ أراض صالحة للبناء ؛
- ✓ تجهيزات عمومية ؛
- ✓ مباني ادارية .

تم تقييم (77) أصل عقاري من طرف الصندوق الوطني للتجهيز من أجل التنمية (CNED) و المصادقة عليها من قبل المديرية العامة للأملاك الوطنية.

– العائد السنوي للصكوك :

خلال أول (06) سنوات :

- ✓ 6000دج سنويا لكل صك من فئة 100.000دج.
- ✓ 60.000دج سنويا لكل صك من فئة 1.000.000دج

في السنة السابعة :

- ✓ دفع العائد (الايجار) السنوي ، استرداد القيمة السوقية للصكوك .

كما تجدر الاشارة الى أن مداخيل الصكوك معفاة كليا من الضرائب ، وفق لأحكام المادة 135 من قانون المالية 2025 .

– قابلية الصكوك للتداول و الاسترداد :

- ✓ يمكن رهنها كضمان؛
- ✓ قابلة للتداول في السوق المالية في حال الاكتتاب عبر حساب بنكي؛
- ✓ إمكانية إعادة تمويلها؛
- ✓ الاسترداد المبكر متاح بعد مرور 3 سنوات من تاريخ الاكتتاب؛
- ✓ يتم الاسترداد بالقيمة السوقية ، بطلب من حامل الصك.

جدول رقم (3–18) : أهم مزايا الاستثمار في صكوك الإجارة السيادية في الجزائر

الميزة	الشرح
دخل منتظم	توفر لحامل الصكوك دخلا سنويا منظما على شكل ايجار ، بعائد سنوي يقدر ب 6000 دج للصك بقيمة 100.000دج و 60.000للصك بقيمة 1.000.000دج
معفى من الضرائب	الإيجار السنوي معفى تماما من الضرائب (قانون المالية 2025) استرجاع كامل لقيمة الصك عند نهاية الأجل
استثمار آمن	أملاك عقارية المملوكة للدولة تمثل ضمانا فعليا و ملموسا العملية تحت إشراف مباشر من وزارة المالية – المديرية العامة للخزينة و المحاسبة .
منتوج مطابق لأحكام الشريعة الاسلامية	صكوك الاجارة مصادق عليها من طرف هيئة شرعية و طنية ، المجلس الاسلامي الاعلى ما يجعلها خيارا مطابقا لمعايير المالية الاسلامية مناسب لكل من يفضل الاستثمار الخالي من الفوائد .
سيولة عالية	يمكن بيع الصكوك آنيا أو تداولها في السوق الثانوية ، ما يتيح لحامل الصكوك إمكانية الاستفادة من السيولة عند الحاجة .
سهولة الاكتتاب و التداول	متاحة لكل الاشخاص الطبيعيين ذوي جنسية جزائرية (المقيمين و الغير المقيمين) و للأشخاص المعنويين إمكانية التداول عن طريق التنازل أو التظهير أو البورصة يمكن رهن الصكوك ، و هي مؤهلة لإعادة التمويل ببنك الجزائر .
مخاطر منخفضة	تعد صكوك الاجارة من المنتجات ذات المخاطر المنخفضة ، باعتبار ان الدولة هي الجهة المستأجرة .
إمكانية استخدامها كضمان	يمكن استخدام الصكوك كضمان للحصول على قروض أو لشراء منزل أو سيارة ، حسب ما تقتضي الأنظمة البنكية .
تنويع المحفظة المالية	صكوك الاجارة تمثل أداة استثمارية مبتكرة و جديدة في السوق الوطنية ملائمة للمستثمرين الراغبين في تنويع محافظهم دون تعريضها لمخاطر عالية .
مساهمة في التنمية الوطنية	فرصة مساهمة في مشاريع ذات منفعة عامة (بنية تحتية ، مرافق عمومية مستشفيات ،طرقات ، دعم النمو الاقتصادي) دعم مباشر للتنمية الاقتصادية و الاجتماعية للبلاد .

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (sukuk.mf.gov.dz، 2026)

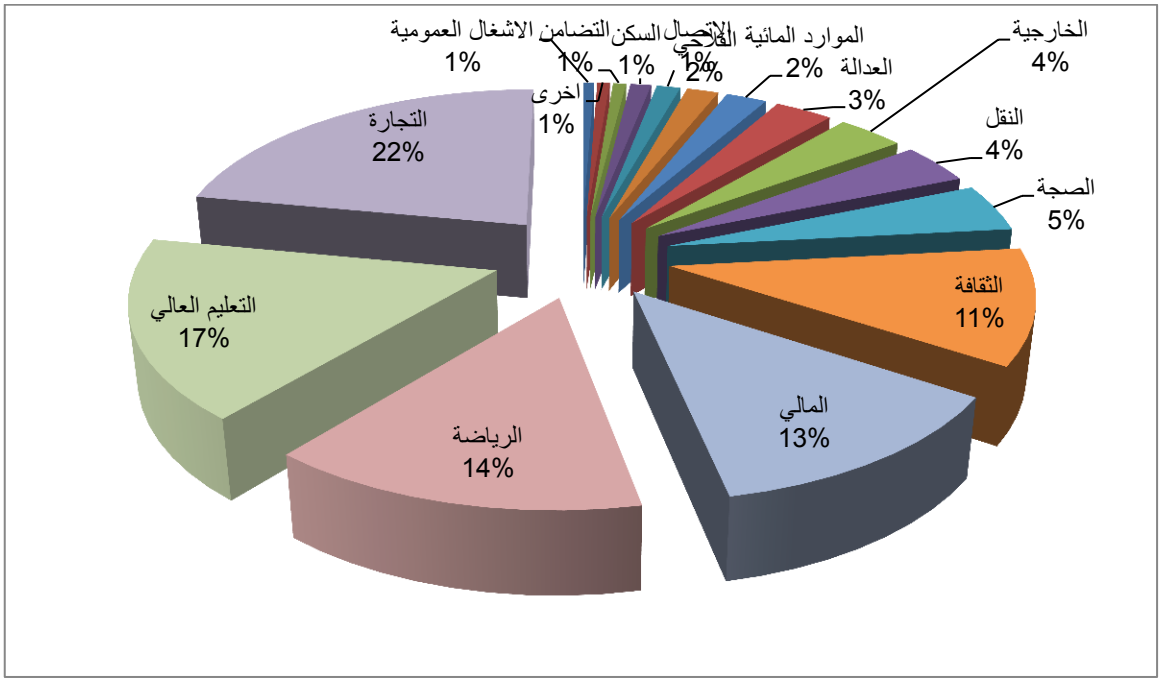
جدول رقم(3-19) :بعض أنواع الأصول المصككة في الجزائر

الرقم	التسمية	العنوان	المساحة م^2		التركيب	قرار التخصيص	قيمة العقار بمليار دينار	قيمة حق الانتفاع بمليار دينار
			الأرض	المبنى				
01	**المقر الرئيسي لوزارة المالية**	شارع أحمد فرنسيس 16306، بن عكنون، الجزائر	53,610	92,000	مبنى يضم طابقاً أرضياً + 11 طابقاً إضافة إلى فيلا	القرار رقم 006 المؤرخ في 20 فيفري 2005 لصالح وزارة المالية	32	19.2
02	**مجمع عقاري تابع لوزارة المالية**	ساحة بيرو، الجزائر الوسطى	3,290	27,358	مبنى من 11 طابقاً (طابق أرضي + 10 طوابق	القرار رقم 004 المؤرخ في 12 جويلية 2014 لصالح وزارة المالية	5.47	3.28
03	**المركز الوطني للتغليف**	شارع محمد بلقاسم، بئر مراد رايس، الجزائر	24,080	_	أرض غير مبنية	القرار رقم 489 المؤرخ في 28 جوان 1992 لصالح مركز التغليف الزراعي	05	03
04	**ملعب نيلسون مانديلا**	براقي , الجزائر العاصمة	435,663	_	مجمع رياضي اكتمل سنة 2018 يضم ملعباً رئيسياً وتجهيزات للملعب الأولمبي	قرار رقم 55 بتاريخ 22 نوفمبر 2021 لصالح وزارة الشباب والرياضة	15	09
05	**ملعب ميلود هدفي**	بير الجير، وهران	620,821	_	مركب رياضي كبير يتضمن ملعباً رئيسياً ومرافق رياضية متعددة	قرار رقم 347 بتاريخ 22 نوفمبر 2021 لصالح وزارة الشباب والرياضة	20	12

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على (الملحق رقم 05)

تشير الخزينة الوطنية للتجهيز من أجل التنمية (CNE) الى أنه وفقا لنظام التقييم المطبق، فإن القيمة الإجمالية للأصول السبعة والسبعون المقدمة كأساس لإصدار الصكوك السيادية للإجارة قدرت بحوالي 149.23مليار دينار جزائري، بينما بلغت القيمة الصافية المعتمدة 89.55مليار دينار جزائري.

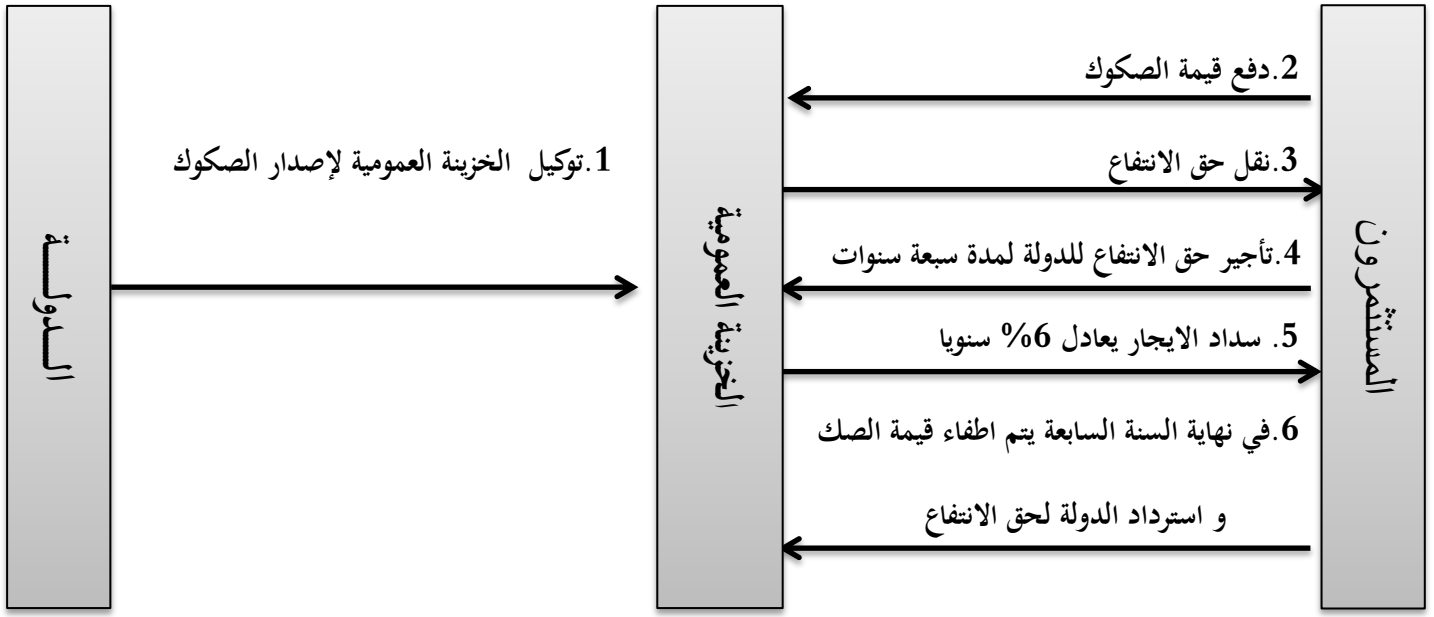
شكل رقم(03-18) : توزيع نسبة الاصول المصككة حسب كل قطاع



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على (الملحق رقم 05)

يشير تحليل توزيع الاصول المصككة اصدارات صكوك الاجارة لحق الانتفاع تتصدرها قطاع التجارة ب 22% ، يليها التعليم العالي 17% و الرياضة 14% و القطاع المالي ب13% ، هذا ما يعكس تركز هذا النوع من الصكوك في تلك القطاعات بفضل طبيعة و خاصية و متطلبات هذا النوع من الصكوك، كما يعكس هذا التوزيع محدودية توظيف هذه الاخيرة في القطاعات ذات البعد الاجتماعي مثل الصحة 02%، النقل 04%.حسب كل قطاع في الجزائر الى وجود تباين واضح و عدم التوازن ،حيث تستحوذ بعض القطاعات على حصة كبيرة من حصيلة الاصدارات.

شكل رقم(03-19) :تصور هيكلي لعملية اصدار و اطفاء صكوك اجارة حق الانتفاع في الجزائر



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق

قيام الدولة بالتنازل لصالح الخزينة العمومية على حق الانتفاع في الشيوع لمحفظة الاصول العقارية المبينة (الملحق 05) لأجل القيام بتصكيكها و تحصيل عائدات الاكتتاب؛ قيام الخزينة بتجزئة حق الانتفاع المقدرة ب 296.65مليار دج الى حصص (100.000دج)و (1.000.000دج)في الشوع و نقله لصالح المكتتبين عن طريق بيع اصدارات صكوك اجارة حق الانتفاع مع إلزام المكتتبين (المؤجر) بتأجير حق الانتفاع للدولة(المستأجر) ممثلة في الخزينة العمومية؛ دفع المكتتبين لقيمة الصكوك مع الزامية إعادة التنازل عن هذه الصكوك للخزينة العمومية في نهاية مدة الاجارة المقدرة بسبعة سنوات؛ تأجير المكتتبين لحق الانتفاع لصالح الخزينة العمومية بصفتها ممثل الدولة ؛ تدفع الخزينة لحاملي الصكوك ايرادا ايجاريا سنويا يعادل 06% كل حسب حصته و يكون ذلك خلال ستة سنوات الأولى بينما السنة السابعة يحصل المكتتبين على ايجار يساوي المبلغ المستثمر والعائد السنوي؛ في نهاية السنة السابعة يتم استرداد الصك بعد استيفائهم لكامل اقساط الاجارة مع تنازل المستثمرين على حق الانتفاع للخزينة العمومية ، مع امكانية استرداد الصك مبكرا بعد ثلاث سنوات من تاريخ الاكتتاب يكون بقيمته السوقية بناء على طلب حاملها.
تحصل الخزينة العمومية على عمولة توظيفها المقدرة ب 0,50% من المبلغ المستثمر حسب ما أشارت له المادة 19من المقرر 443 المؤرخ في 28ديسمبر 2025.

2.4.5.2.3 الاطار القانوني لتكييف استيعاب صكوك الشركات :

بموجب المادة 544 من القانون التجاري الجزائري فقد أعطت الحق لشركات المساهمة في اصدار القيم المنقولة ، رغم ان الشركات تشمل أربعة أشكال (شركات ذات مسؤولية محدودة، شركات التضامن ،شركات التوصية، شركات المساهمة).

كذلك بموجب المادة 715 مكرر 30 ، قامت بتعريف القيم المنقولة التي تم الترخيص لشركات المساهمة إصدارها على أنها "سندات قابلة للتداول تقوم بإصدارها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، و تمنح حقوق مماثلة حسب الصنف و تسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على اموالها".

من خلال قراءة ما ورد في المادة يتبين ان القيم المنقولة تأخذ صنفين :

- حصة في رأسمال الشركة (الاسهم)؛
- حق دين على مصدرها (السندات و غيرها).

على ضوء انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية و الشروع في ترسيم اطلاق الصكوك ،يلاحظ أن التركيز هو بصفة كبيرة على الصكوك السيادية و إهمال كلي لصكوك الشركات خاصة من الجانب التشريعي ،كما من الأهمية الاشارة له أن صكوك الشركات من شأنها تخفيف العبء المالي على الدولة بالإضافة إلى أنها تسمح لها بتمويل مشاريعها بصورة مستقلة دون اللجوء المفرط للتمويل العمومي .

لهذا يجب إدخال تعديلات مستعجلة لمواكبة التأخر و الاستفادة من مزايا صكوك الشركات خاصة على المادة 715مكرر 30 و ادراج الصكوك ضن القيم المنقولة لشركات المساهمة.

3.4.5.2.3 الاطار القانوني لتكييف النصوص المتعلقة بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB):

إدراج الصكوك في السوق المالي الجزائري أصبح يتطلب من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مواكبة هذا التطور المالي الحاصل لتدارك هذا الوضع تم اصدار المرسوم التنفيذي 23-04 لاستيعاب الصكوك كأداة مالية جديدة يتم تداولها في البورصة ، و لممارسة COSOBمهامها الرقابية على تلك القيم المنقولة في البورصة خاصة فيما تعلق بعملية الاكتتاب و التداول لتلك الصكوك ضرورة وجود هيئة شرعية داخل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ،لذا أصبح من الضروري وجود مختصين في الأدوات المالية الاسلامية أو من خلال التنسيق مع المجلس الأعلى الاسلامي ، أصبح من الواجب ادخال تعديلات جديدة على المرسوم 93-10 و 23-04.

كما قامت لجنة COSOB بطرح استشارة وطنية لتطوير و تنشيط السوق المالي مركزة في ذلك على تحديث الاطار القانوني المنظم للقطاع من خلال اشراك الفاعلين و الباحثين و المتعاملين الماليين و المهتمين بالشأن الاقتصادي لبلورة المقترحات و توسيع الأدوات المالية و تعزيز ديناميكية السوق و تنشيط السوق الثانوية و دعم الوساطة المالية غير المصرفية فضلا عن التمويلات الاسلامية بما فيها الصكوك تمهيدا لرسم ملامح سوق مالي حديث و شامل يتماشى مع التطورات الحديثة. (عليوان، 2025)

4.4.5.2.3 الاطار القانوني لتكييف النصوص المتعلقة ب بورصة القيم المنقولة (بورصة الجزائر):

يعد التشريع الرئيسي الذي يحكم بورصة القيم المنقولة (**SGBV**)هو المرسوم 93-10 المؤرخ بتاريخ 23ماي 1993 المعدل و المتمم ، الذي يقوم بتحديد أدوار و مسؤوليات وسطاء البورصة و كذا شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و أيضا المهام و الصلاحيات المتعلقة ب (**COSOB**)، كما تخضع (**SGBV**) للأنظمة التي تصدرها (**COSOB**) ،فنظام 93-10 إضافة الى نظام 12-01 اللذان قاما بتحديد وظائف البورصة و القيم المنقولة المتداولة التي تقتصر على سندات رأس المال الدين ،هذا يشير الى عدم إستيعاب الصكوك لتكون محل تداول في البورصة .إلى غاية صدور النظام الجديد لسنة 2024 تحت رقم 23-04 في المادة02،الذي قام بتحيين مرسوم 93-10 فيما يخص القيم المنقولة المتداولة و هي:

- سندات رأس المال(الاسهم و سندات الاستثمار)؛
- سندات الدين(سندات الاستحقاق ،سندات المساهمة..)؛
- سندات هيئات التوظيف الجماعي(الأسهم و الحصص و الصكوك).

من خلال هذا التعديل بورصة القيم المنقولة تضع اطارا يمكن من سياقه إستيعاب الصكوك مستقبلا ،لكن ادراجها فعليا يتطلب العديد من النصوص التنظيمية المكملة لذلك.

5.4.5.2.3 الاطار القانوني لتكييف النصوص لاستيعاب الشركة ذات الغرض الخاص(SPV):

للقيام بعملية اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر ضرورة وجود الشركة ذات الغرض الخاص التي تلعب دور الوسيط بين أصحاب العجز و الفائض المالي إضافة إلى قيامها بتقسيم الاصول إلى حصص متساوية و مشاعة يتم تداولها في السوق المالي ، كما تقوم على حماية حقوق المستثمرين، فالقانون الجزائري لا يعترف بهذه الاجراءات المتعلقة بعملية التوريق خاصة في المادة 02 ممن القانون 06-05 المتضمنة صراحة توريق القروض الرهنية فقط، فاستوجب وجود قوانين تقوم بإدراج قوانين لإنشاء الشركة ذات الغرض الخاص. (سلوى، 2023، صفحة 186)

باعتبار الشركة ذات الغرض الخاص حلقة مهمة في عملية اصدار الصكوك أصبح من الواجب إدراج تشريع يتكفل بهذه الهيئة فقد أشار القرار الصادر في الجريدة الرسمية رقم 38 لسنة 2025 أنه يمكن للخزينة العمومية أن تفوض هيئة أخرى لإصدار الصكوك السيادية لحسابها ، يمكن أن يكون القصد هنا للشركة ذات الغرض الخاص كما يمكن أن يشير لهيئات أخرى متخصصة في عملية الاصدار إلى حين صدور نصوص تنظيمية و مفسرة لطبيعة تلك الهيئة .

بعد ترسيم الصكوك في الجزائر أصبح لزاما ادراج COSOB أحكاما تتعلق بالشركات ذات الغرض الخاص من خلال الشكل القانوني لها و الغرض منها و الشروط الواجب توفرها ، مع وجوب صدور أنظمة خاصة بها يمكن تكليف COSOB في اطار المرسوم التنفيذي 93-10 .

5.5.2.3 **متطلبات تأهيل و تكوين الموارد البشرية** : لمسايرة تطور المالية الاسلامية في الجزائر بشكل عام و فيما تعلق بالصكوك بشكل خاص، يستلزم تأهيل العنصر البشري الذي يعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة للتعامل بالأدوات المالية الاسلامية، و مما لاشك فيه أن ضعف الموظفين في هذا المجال سيلقي بسلبيات عديدة على عملية اصدار و تداول الصكوك في الجزائر ،و من بين تلك التهديدات التي يمكن ان يفرضها تتعلق بالمخاطر التشغيلية الذي من شأنه إعاقة تطور الصكوك من ناحية الاصدار و التداول. (حوات و ضويفي، 2023، صفحة 400)

لذلك تحتاج الجزائر لإنجاح عملية اصدار الصكوك و تداولها على مجموعة من الميزات التي يجب توفرها في المورد البشري ، نذكر منها :

- موارد بشرية تتميز بقدرتها على جذب المستثمرين في الادوات المالية الاسلامية عموما و في الصكوك خصوصا؛
- عمالة قادرة على تقديم خدمات مالية تتميز بالسرعة و الجودة وفق المتطلبات الشرعية؛
- نوعية الموارد البشرية التي تكون قادرة على البحث في الفرص الاستثمارية الملائمة، و دراسة الجدوى الاقتصادية و تقييمها و تنفيذها و متابعتها.

و يمكن تحقيق هذه الميزات من خلال :

1.5.5.2.3 توظيف و انتقاء العاملين في المؤسسات المالية : تعتبر عملية التوظيف من أهم أنشطة إدارة الموارد البشرية ، لأنها تهدف الى توفير العنصر البشري الذي يتميز بالكفاءة و المؤهلات المطلوبة ،و تقتضي مهمة انجاح اصدار و تداول الصكوك في الجزائر الى تعيين أشخاص وفق دراسة مسبقة ودقيقة حول إلمامهم بكافة المعاملات المالية الاسلامية و التقليدية، قصد توظيفهم في المؤسسات المالية الاسلامية او حتى التقليدية بحكم وجود نوافذ للصيرفة الاسلامية في الأخيرة.

من بين أهم الأسس التي يجب ان يعتمد عليها انتقاء العاملين في المؤسسات المالية بالجزائر ، نذكر منها :

- **أساس القيم و المثل و الأخلاق** : يجب أن يتصف العامل في المؤسسات المالية الاسلامية خصوصا بالحد الأدنى من القيم الإيمانية و الأخلاق الفاضلة، و هذا الأساس لا مفاضلة بينه و بين الأسس الأخرى؛
- **أساس السلوك السوي** :يجب ان تتجلى في المتقدم للوظيفة بالمؤسسات المالية الاسلامية و غيرها بالسلوك الاجتماعي الأخوي و أن يظهر حب التعاون و الاخلاص و الحرص على مصالح المسلمين و المعاملة الحسنة مع الزبائن و الموظفين؛
- **أساس الإختصاص** :وضع العامل المناسب في المكان المناسب بعيدا عن المجاملات و الصداقات الشخصية هذا ما يسمح بتوصيف الوظائف توصيفا دقيقا و رفع جودة الأداء؛
- **أساس الكفاءة الفنية** : تبرز في قدرة العامل على اتقان عمله و أخذه بأحدث الأساليب العلمية خاصة فيما تعلق بعمل الأدوات المالية الاسلامية مع انفتاح الجزائر عليها ؛
- **أساس العلم و المعرفة** : يجب ان يكون للمتقدم لوظيفة في المؤسسات المالية القدر الكافي من الثقافة المالية الاسلامية و الاقتصادية التي تساعده تنميتها.

2.5.5.2.3 مجالات تأهيل الموارد البشرية في المؤسسات المالية : يكون ذلك من خلال تدريب العاملين بالمؤسسات المالية الاسلامية و التقليدية على إدارة النشاط المالي المتعلق بالأدوات المالية الاسلامية و على رأسها الصكوك ، و هذا بهدف زيادة اكتسابه لمعارف و مهارات جديدة في هذا المجال ، الذي من شأنه إنجاح عملية اصدار الصكوك بأنواعها في الجزائر مستقبلا, و يكون تأهيل العاملين من خلال :

- **التأهيل الشرعي** : من خلال تعريف العاملين بمختلف صيغ التمويل الاسلامي و خصائصها؛
- **التأهيل الفني** : يشتمل على العمل المصرفي و المالي و التفريق بين الادوات المالية التقليدية و الاسلامية؛
- **التأهيل الأخلاقي و المهني**: تشمل كل القواعد المتعلقة بالسلوك الذاتي التي تؤثر على الأداء الوظيفي. (شليحي، 2012، الصفحات 303-304)

في اطار سعي الجزائر لتطوير و تأهيل مواردها البشرية و تعزيز كفاءتها في المالية الاسلامية ، قامت (COSOB) باستحداث تخصص ماستر في الأسواق المالية الاسلامية خطوة إيجابية لدعم السوق المالي و تعزيز جاذبيته للمستثمرين.

6.5.2.3 متطلبات النصوص القانونية الواجب استصدارها في الجزائر فيما تعلق بالصكوك

1.6.5.2.3 المتطلبات القانونية:

للقيام بعملية اصدار الصكوك في الجزائر يجب اصدار العديد من النصوص القانونية التي تتعلق ب:

- تحديد الجهات المخول لها اصدار الصكوك بصور واضحة من شركات للمساهمة ،خزينة عمومية ،شركات ذات الغرض الخاص، مؤسسات مالية محلية او دولية؛
- إصدار جميع انواع صيغ الصكوك التي تتمتع بالقبول(اجارة ،مشاركة، مضاربة، استصناع، سلم ، مساقاة، مغارسة، مزارعة ،مرابحة ، قرض حسن، صكوك هجينة)؛
- توافق اصدارات الصكوك مع قوانين البلد و مع أحكام الشريعة،
- تحديد عملة الاصدار؛
- تحديد أشكال الطرح (عام ،خاص)؛
- ضرورة انشاء الشركة ذات الغرض الخاص لما لها دور فعال سبق التطرق لها في هذه الدراسة ؛
- الاحكام الشرعية المتعلقة بتسعير أصول الصكوك؛
- إلزامية تسليم كامل قيمة الصك لتنفيذ و تمويل المشروع المستهدف؛
- ضبط التعامل مع الارباح الموزعة الناتجة على اصدارات الصكوك؛
- إنشاء صندوق للتحوط من مخاطر الصكوك؛
- إلزام الجهة المصدر مراعاة معايير المحاسبة و المراجعة الصادرة من الهيئات الدولية ؛
- توفير حماية جنائية لحقوق حملة الصكوك (تداول صكوك مخالفة للقانون، افشاء أسرار تتعلق بالصكوك)؛
- تضمين حالات التعثر و طرق معالجتها في نشرة الاصدار؛
- فرض تصنيف ائتماني للصكوك مع تحديد نوع وكالات التصنيف بشرط ان تكون الصكوك مسجلة لدى لجنة COSOB؛
- ضرورة إلحاق تعليمات و لوائح متعلقة بكيفية اصدار الصكوك و ادراجها و تداولها الى غاية اطفائها. (حبيبة، متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري – دراسة استشرافية–، 2022، الصفحات 289-290)

بعد الاعتراف رسميا بالصكوك السيادية في الجزائر لأول مرة منذ الاستقلال في الجريدة الرسمية للعدد 38 لسنة 2025 ، بالتالي الاطار القانوني موجود و لكن لايزال ينقصه العديد من الشرح و التوضيحات التي قد سبق لنا و تطرقنا لها.

أما فيما تعلق بالصكوك الخاصة فالقانون الجزائري لا يزال لا يعترف بها كأداة مالية ،لهذ استوجب علينا ان نتطرق للقوانين الوضعية التي تضبط الأوراق المالية في الجزائر و ضرورة تعديلها و تكييفها للاستيعاب جميع أنواع الصكوك .

1.1.6.5.2.3 تعديل و تكييف القانون التجاري :صدر هذا القانون بموجب المرسوم 75-59 المؤرخ في 26سبتمبر 1975 الذي يعتبر من أهم الركائز التي تعتمد عليها الاوراق المالية في عمليات الاصدار في الجزائر، فمفهوم الاوراق المالية في القانون التجاري ينحصر أساسا في الاسهم و السندات الربوية، و قد جاءت بعض التعديلات التي قام بها المشرعون سنة 1993 لتضيف بعض المواد مثل المادة 715، التي قامت بإرساء التعديلات الاساسية و البنية القانونية لإصدار الأوراق المالية و انشاء البورصة . مع ذلك فالقانوني التجاري يخلو من تعريف يتعلق سواء بالاستثمارات الاسلامية او الصكوك على حد سواء ، فالمادة 715 مكرر 30،**"تتشكل القيم المنقول من سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، تكون مسعرة في البورصة و تمنح حقوقا متساوية حسب الفئة وتوفر الوصول اليها بصفة مباشرة او غير مباشرة الى حصة رأسمال الشركة المصدرة أو الى حق دائن عام على ممتلكاتها"**

بالتالي فالقانون التجاري فهو يعترف بالأسهم و السندات دون غيره من الاوراق المالية الاستثمارية الاسلامية بالتالي يفتقر الى تعريف صريح للصكوك و الاطراف المشاركة ، لذلك لابد من سن قوانين من خلال تعديل او التكييف النصوص القانونية الموجودة . (ghezala and other, 2021, p. 278)

بناء على ما سبق و خاصة مع بداية دخول الجزائر مرحلة جديدة في ظل الانفتاح على المالية الاسلامية قام المجلس الاعلى الاسلامي بتقديم مقترح لتبني الصكوك الاسلامية من خلال تعديل القانون التجاري و اضافة فقرة ثالثة على مستوى القسم الفرعي (06) الخاص بالقسم (05) المتعلقة ب :" القيم المنقولة المصدرة من طرف الشركات ذات الأسهم".

- **المادة 715 مكرر 133** : إدراج تعريف الصكوك إلى باقي الانواع الاخرى من الاوراق المالية.
- **المادة 715 مكرر 134**: وجوب اشهار الاصول المصككة المتعلقة بالأصول العقارية بالمحافظة العقارية.
- **المادة 715مكرر135**: امكانية أن تكون عوائد الصكوك ثابتة (حالة صكوك الاجارة) او متغيرة العوائد.
- **المادة 715 مكرر 136**: ضرورة مراعاة الخصوصية المتعلقة بالصكوك المبينة في الفقرة الأولى ، كما أن موضوع المادتين 715 مكرر 82 و 715 مكرر 109 تتطابق مع الصكوك. (ملاك و بوخاري، 2021، صفحة 170)

رغم ترسيم الجزائر للصكوك السيادية ، إلا أن القانون التجاري لم يقم بأي تعديلات تساير مواده لإستيعاب هذه الصكوك كأداة استثمارية متوافقة مع الشريعة الاسلامية مما قد يطرح فراغ قانوني تحكم هذا النوع من الاداة المالية، و يمكن ان يكون السبب في أن الصكوك السيادية لا تخضع للقانون التجاري الذي يندرج في القانون الخاص بينما الصكوك السيادية تخضع لقانون العام.

2.1.6.5.2.3 تعديل و تكييف القانون المدني : صدر هذا القانون لأول مرة بموجب الامر 75-58 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، و القانون العام للمعاملات الخاصة ،تم التطرق في القانون المدني الجزائري الى بعض العقود من المادة 351 الى المادة 586و المتعلقة بعقود (البيع، الشركة ، التأجير، الوكالة)بغض النظر عن مدى توافقها مع أحكام الشريعة إلا انه تظل غير

مكتملة و لا تتناول الصكوك، كما انه في المادة 467الى غايةالمادة513 فيما تعلق بالإيجار لم يتم التطرق كذلك عقد الايجار الاسلامي بما فيها صكوك الاجارة. (ghezala and other, 2021, p. 279)

تنص المادة 674 من القانون المدني الجزائري ان "الملكية هي حق التمتع و التصرف في الاشياء بشرط ان لا يستعمل استعمالا تحرمه القوانين و الانظمة" في حين تنص المادة 675 "مالك الشيء يملك كل ما يعد من عناصره الجوهرية بحيث لا يمكن فصله عنه دون أن يفسد او يتلف او يتغير".

بالتالي من خلال المادتان 674-657 فإن القانون المدني الجزائري لا يعترف بالملكية المزدوجة أو المجزأة أي لا توجد تفرقة قانونية بين الملكية و الاستغلال ،لكن الصكوك بطبيعتها تعبر عن ملكية مشاعة في أصل أو منفعة أو مشروع و غالبا تكون الملكية مقيدة مثل حق الاستغلال دون التصرف ، هذا ما يجعل ملكية الصكوك المقيدة (دون حق الاستعمال) تختلف عن الملكية التقليدية المذكورة المادتين السابقتين. (سلوى، 2023، صفحة 170)

لم يطرأ اي تعديل في مواد القانون المدني رغم اصدار الجزائر للصكوك السيادية بصفة رسمية لهذا لجأ المشرع الى اصدار نصوص خاصة متعلقة بالصكوك السيادية بدل تعديل القانون المدني خاصة فيما تعلق بالملكية المزدوجة.

3.1.6.5.2.3 تعديل و تكييف قانون توريق القروض الرهنية : هو قانون صادر بتاريخ 20فيفيري 2002 تحت رقم 06-05المتضمن توريق القروض الرهنية ، التي لا تتطابق مع أحكام الشريعة الاسلامية في عملية التصكيك، حيث ان هذا القانون يعرف عملية تحويل القروض الرهنية إلى اوراق مالية ، فقد قام بحصر التوريق في الديون العقارية و هو ما لا يتوافق مع التكييف السريع لعملية التصكيك التي تقوم على تحويل الأصول و الموجودات الى حصص يمثل كل منها صكا قابلا للتداول بهدف الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط الشرعية. (حياة و عائشة، 2020، صفحة 111)

لتكييف قانون التوريق 06-05 مع الصكوك في الجزائر لابد من توسيع نطاق التوريق ليشمل الأصول و المشاريع.

4.1.6.5.2.3 تعديل وتكييف قانون الاستثمار المتعلق بالترخيص للأجانب: ان النظام رقم 2000-04 المؤرخ في 05أوت 2000 المحدد للاستثمار الاجنبي في الجزائر و المتعلق ايضا بحركة رؤوس الاموال من أجل استثمار غير المقيمين ، سمح هذا النظام في إدراج الجزائر ضمن وجهات الاستثمار الواعدة ، لكن تم تعديله لاحقا ووضع قيود خاصة قاعدة (49\51) سنة 2009 التي حددت من حرية ملكية المستثمرين لا سيما الاصلاح الجديد 22-18 لسنة 2022 المتعلق بتحسين البيئة الاستثمارية العامة . بعد اطلاق الصكوك السيادية بصيغة الاجارة أين تم حصر المكتتبين في الصكوك على الجزائريين المقيمين و غير المقيمين و الأشخاص المعنوية الخاضعة للقانون الجزائري لكن من الممكن ان يكون المستثمرون الاجانب يودون الاستثمار في الصكوك من خلال تحويل أموالهم الى الداخل ،يسمح نظام بنك الجزائر رقم 09-01 المتعلق بحسابات العملة الصعبة للأشخاص الطبيعيين من جنسية أجنبية ، سواء كانوا مقيمين او غير مقيمين و كذا الاشخاص المعنوية غير المقيمة بالتراب الوطني

من فتح حساب بالعملة الصعبة مقيد بعملة أجنبية قابلة للتحويل بكل حرية ، شريطة أن تتم هذه العملية وفق بنك وسيط معتمد. (حبيبة، متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري – دراسة استشرافية–، 2022، صفحة 300)

5.1.6.5.2.3 تعديل و تكييف النظام القضائي : طبقا للمرسوم التنفيذي رقم 06-348 بموجب الفقرة الخاصة من المادة 329 من قانون الاجراءات الجزائية حول تمديد الاختصاص الاقليمي لبعض المحاكم لمعالجة الجرائم المتعلقة بتبييض الأموال و الارهاب و الجرائم ذات الصلة بالتشريع الخاص بالصرف .

بالنظر الى الصكوك على أنها تتعلق بجانب التمويل تندرج ضمن المجال الاقتصادي فالجرائم المتعلقة بها تكون من اختصاص الأقطاب الجزائية ، بالتالي أصبح من الواجب تديل و اضافة مادة قانونية متعلقة بالجرائم و المنازعات المتعلقة بعملية اصدار و تداول الصكوك في الجزائر. (حياة و عائشة، 2020، صفحة 116،117)

ان المهمة التي قامت بها الجزائر بترسيم الصكوك السيادية و اقبالها على اطلاق صكوك الاجارة لحق الانتفاع خطوة قد تصطدم بفراغ تشريعي في شقه القضائي، اذ لا يوجد اطار قضائي ينظم و يفصل في المنازعات المتعلقة بالصكوك لا سيما في خصوصية هذه الأداة التي تفرقها عن باقي الادوات المالية التقليدية.

2.6.5.2.3 متطلبات تكييف و اصلاح البيئة الضريبية لتعزيز اصدار و تداول الصكوك في الجزائر

بناء على التجارب الدولية السابقة خاصة التجربة الماليزية و السعودية، اين تمكنت القوانين الضريبية القوانين الضريبية في خلق بيئة ضريبية ساهمت في تطبيق الصكوك ام من خلال الحياد أو الاعفاء الضريبي ، عكس ما هو موجود في الجزائر فالبيئة الضريبية لا تساهم في تطوير العمل المالي الاسلامي عموما و خاصة فيما تعلق بجانب الصكوك .

1.2.6.5.2.3 الحياد الضريبي: على المشرع الجزائري وضع معاملة جبائيه للصكوك مثل السندات مع ادخال تعديلات تشريعية على قانون الضرائب من خلال:

- التفريق بين الربح المتعلق بالصكوك و الفائدة التي تخص السندات لأغراض ضريبية؛
- إعفاء مؤسسات التوظيف الجماعي (صناديق الاستثمار) من الزامية دفع الضرائب المتعلقة بأرباح الصكوك؛
- خصم مصاريف الاصدار من الوعاء الضريبي.

2.2.6.5.2.3 الإعفاء الضريبي : يكون الهدف من تطبيقه تحفيز وزيادة التعامل في الصكوك ، و يكون ذلك من خلال :

- اعفاء الاشخاص المقيمين و غير المقيمين من دفع الضريبة على الأرباح المتعلقة بالصكوك السيادية ؛
- منح خصومات ضريبية للشركات فيما تعلق بإصدار الصكوك ؛
- الاعفاء من حقوق التسجيل و الاشهار لإصدارات الصكوك.

بعد إدراج الصكوك السيادية في قانون المالية لسنة 2025 في مادته 179 ، و سعيا من الجزائر لتنويع و تطوير الصناعة المالية الاسلامية بما فيها الصكوك قام المشرع في المادة 135 من نفس القانون على سن مجموعة من الاعفاءات الضريبية المتعلقة خصوصا بالصكوك السيادية و المتمثلة أساسا في :

- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي و الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (05) سنوات ابتداءً من الفاتح يناير لسنة 2025 الصكوك السيادية ذات الأقدمية التي تساوي أو تفوق (05) سنوات او الصادرة عن الخزينة العمومية و المتداولة في سوق منظم؛
- الاعفاء من حقوق التسجيل و رسم الاشهار العقاري لمدة (05) سنوات ابتداءً من الفاتح يناير لسنة 2025 العمليات المتعلقة بالصكوك السيادية ذات الأقدمية التي تساوي أو تفوق (05) سنوات او الصادرة عن الخزينة العمومية و المتداولة في سوق منظم.

جاء هذا التوجه لجعل الصكوك الاسلامية أداة مالية أكثر جاذبية للمستثمرين الجزائريين المقيمين و غير المقيمين الى حين توسيعها الى المستثمرين الاجانب و توسيعها ذلك لتشمل كافة أنواع الصكوك ، بالتالي هذا الاجراء يعد خطوة هامة لتعزيز ثقة المستثمرين و تشجيعهم على الاكتتاب بهدف المشاركة في تمويل المشاريع الاستثمارية الكبرى.

6.2.3 دراسة استشرافية لتمويل مشروع وطني عن طريق الصكوك السيادية (مشروع تحلية مياه البحر)

1.6.2.3 واقع تمويل في الاقتصاد الجزائري :

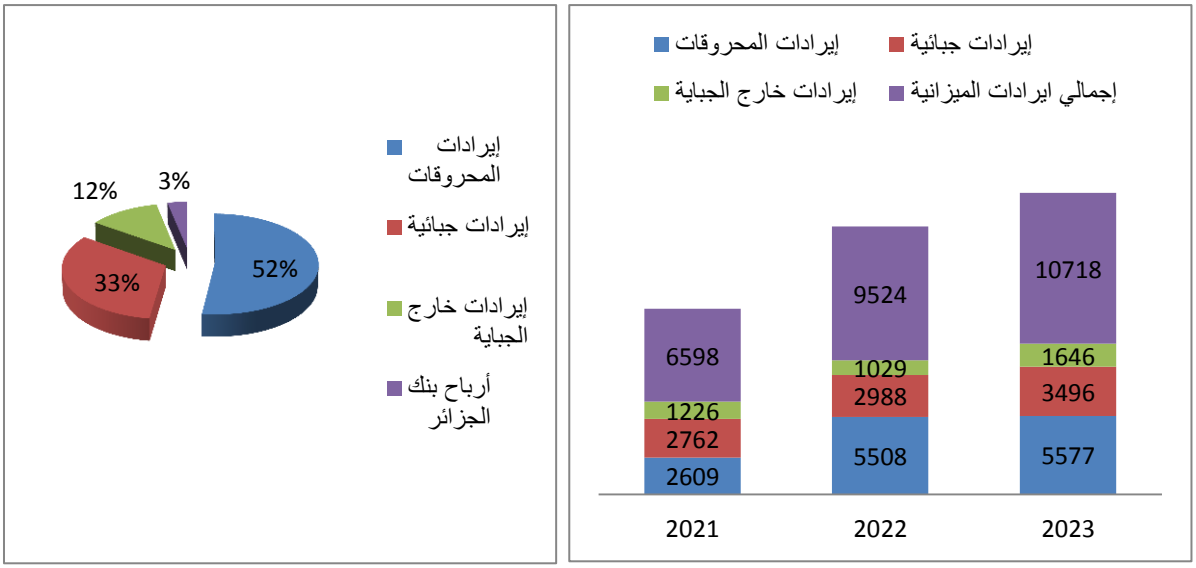
1.1.6.2.3 واقع التمويل من طرف الخزينة العمومية:

ان الاقتصاد الجزائري يعتمد أساسا في تمويل نفقاته العامة من الخزينة العمومية التي تعتمد بالدرجة الأولى على الريع البترولي كمصدر ايراداتها ،و بدرجة أقل على الايرادات الجبائية و الايرادات غير الجبائية ، و رغم هذا فإن النفقات تجاوزت الايرادات، الأمر الذي شكل عجز في ميزانية الدولة لسنوات متتالية ،بسبب تنامي حجم النفقات و محدودية الايرادات و خاصة مع تذبذب أسعار المحروقات .هذا ما يدل على ضعف السياسة الانفاقية للدولة و صعوبة تحصيل ايرادات جديدة خاصة مع تراجع عائدات المحروقات .

شكل رقم(3–20) :تطور الايرادات العامة و نسبة تمويل النفقات من خلال الخزينة في الجزائر

تطور الايرادات الميزانية العامة للجزائر تمويل نفقات الميزانية لسنة 2023

(الوحدة : مليار دينار)

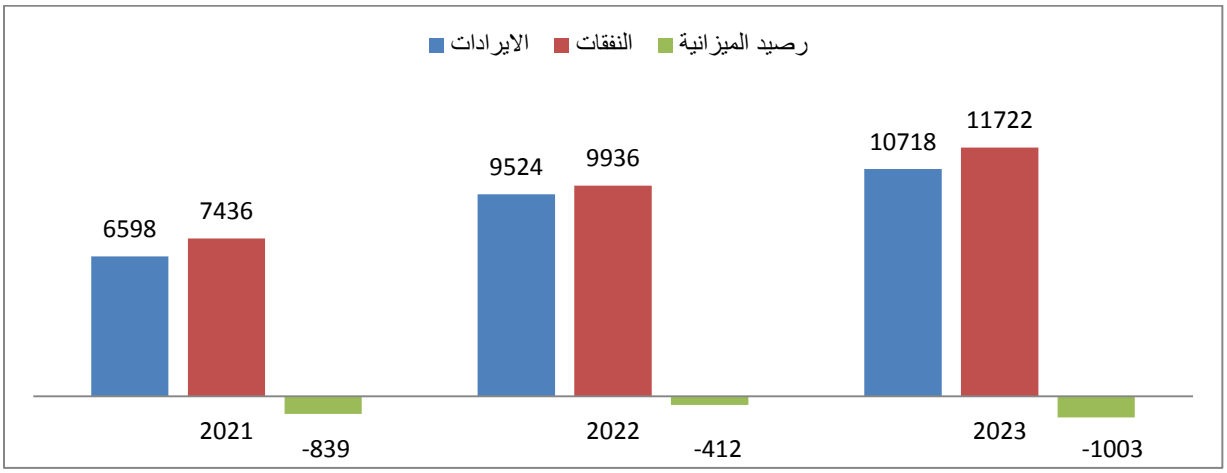


المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (بنك الجزائر، 2024)

يبين الشكلان ارتفاع حجم ايرادات المحرقات للجزائر التي سجلت انتعاشا نوعيا في هذه الفترة بينما أسعارها قد سجلت تذبذبات في فترات سابقة، إضافة إلى اعتمادها على إيرادات المحروقات في تمويل حجم النفقات العامة ، هذا ما يعكس هشاشة قاعدة الايرادات التي تعتمد اساسا على ايرادات المحروقات وضعف التنويع الاقتصادي في الجزائر .

شكل رقم(03–21) :حجم الايرادات و النفقات العامة للجزائر خلال الفترة(2021- 2023)

(الوحدة : مليار دينار)



المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على الملحق رقم 01

يتضح ان ايرادات الجزائر رغم ارتفاعها فقد رافقها كذلك ارتفاع النفقات العامة بوتيرة أكبر ،مما أبقى الميزانية في عجز مستمر ،مما يعكس صعوبة التحكم في ارتفاع النفقات ومحدودية الايرادات في الجزائر .

2.1.6.2.3 واقع التمويل عبر النظام المصرفي في الجزائر:

تقوم البنوك على حشد المدخرات، حيث تشكل الودائع النسبة الأكبر من إجمالي مواردها لتأتي بعدها مرحلة استغلال تلك المدخرات و توظيفها أساسا في منحها على أشكال قروض لتزويد الأفراد و الشركات بالأموال اللازمة .

جدول رقم (3–20) :تصنيف القروض المصرفية

(**الوحدة** :مليار دينار)

قروض المصارف \القطاعات	السنوات				
	2019	2020	2021	2022	2023
القروض الموجهة للقطاع العمومي	5636,6	5793,3	4144,2	4350,7	4458,6
القروض الموجهة للقطاع الخاص	5219,1	5386,9	5647,9	5761,6	6236,3
مجموع القروض	10855,7	11180,2	9792,1	10112,3	10694,9
حصة المصارف العمومية (%)	%87,93	%88,30	%85,58	%85,58	%85,18
حصة المصارف الخاصة (%)	%12,07	%11,70	%14,42	%14,42	%14,42

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على الملحق رقم 02

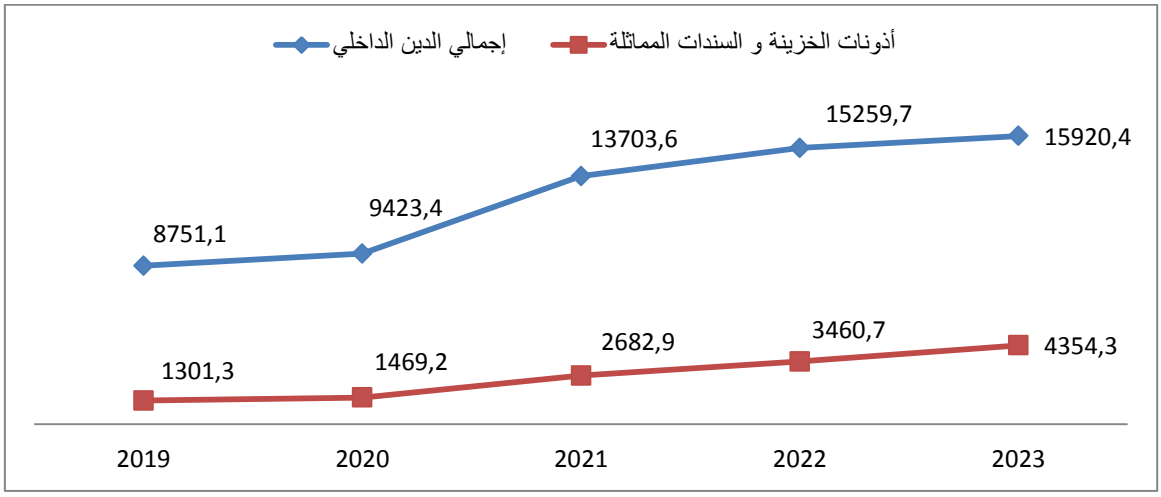
يتضح من خلال الجدول ان القروض الموجهة للقطاع العمومي شهدت تذبذبا لكنها بقيت مرتفعة ،بينما القروض للقطاع الخاص سجل نموا متواصلا بين سنة 2019و 2023، كما حافظت المصارف العمومية على هيمنتها على أكثر من 85% من اجمالي التمويل المصرفي مقابل محدودية التمويل من طرف المصارف الخاصة الذي لم يتجاوز 15%.

3.1.6.2.3 واقع التمويل عبر سوق رأس المال في الجزائر :

سعت الجزائر من ثمانينات القرن الماضي في تمويل التنمية الاقتصادية من خلال سوق الاوراق المالية " البورصة" التي ترتكز أساسا على الخزينة العمومية بالدرجة الأولى ثم على المصارف بالدرجة الثانية ، كما يرتكز هذ السوق أساسا على السندات الذي يتيح للشركات و المؤسسات الحصول على التمويل الضروري دون اللجوء الى قروض المصارف.

شكل رقم (03-22) :الدين العام الداخلي و سندات و أذونات الخزينة

(الوحدة : مليار دينار)



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الملحق رقم 03

يشهد الدين العام الداخلي نموا متسارعا ،ارتفع سنة 2019 قيمة 8751,1 مليار دينار الى 15920,4 سنة 2023،في حين أن سندات واذونات الخزينة شهدت بدورها ارتفاعا اسرع من اجمالي الدين الداخلي، كما يعكس هذا الشكل اعتماد الدولة بشكل كبير على التمويل الداخلي لتغطية عجزها المالي.

مما سبق ذكره عن واقع التمويل في الجزائر ،و أمام محدودية الايرادات خاصة مع تذبذب اسعار المحروقات، اضافة الى تحاشيها الاستدانة من الخارج و ما ينجم عنه من شروط و تقييدات ، دفعها الى الاستعانة بالاصدار النقدي بالرغم ما يشكله هذا النوع من التمويل من آثار سلبية وخيمة على الاقتصاد و المجتمع ككل، الأمر الذي طرح عدة تساؤلات عن سبب تأخر الجزائر في الاستعانة بالصكوك التي تعتبر كمصدر تمويلي مهم و اضافة حقيقية للاقتصاد الوطني.

2.6.2.3 أهمية الصكوك لتمويل الاقتصاد الوطني

بالوقوف على ما تم ذكره سابقا عن واقع التمويل الذي تمر به الخزينة العمومية بالجزائر، إضافة إلى واقع التمويل في كل من المصارف و سوق رأس المال، تبرز الحاجة الى اصدار الصكوك للاستفادة من مزاياها و أهميتها على الاقتصاد الوطني التي يمكن ذكرها في ما يلي:

- مصدر تمويلي قائم على الغنم و الغرم، عكس السندات التي تشكل عبئ على الخزينة من خلال الفوائد؛
- مصدر تمويلي مرتبط بمشاريع حقيقية و محددة؛
- بديل تمويلي يسمح بتخفيف الضغط على الخزينة العمومية، التي تعتمد أساسا على عائدات المحروقات في دعم و تمويل المشاريع البنية التحتية ، كما يساهم في تحقيق تنمية مستدامة؛
- مصدر تمويلي غير تضخمي عكس التمويل عن طريق السندات، لإرتباط الصكوك بمشاريع حقيقة في حين ترتبط السندات أحيانا بقطاعات غير منتجة؛
- توسيع قاعدة المستثمرين خاصة الذين يفضلون المعاملات الاسلامية، و فتح الشراكات بين القطاع العام و الخاص ؛
- تمكين المصارف من امتصاص فائض الكتلة النقدية المتداولة خارجها و التي تتحاشى التعاملات الربوية؛
- تساعد على تطوير سوق رأس المال و تعزيز الشمول المالي من خلال إدراجها في البورصة؛
- تسمح بزيادة دعم و تطوير المالية الاسلامية في الجزائر؛
- التخفيف من الضغوط على الموازنة العامة من خلال تجنب تمويل المشاريع عن طريق الإقتراض أو طبع النقود.

3. 6.2.3 الاطار العام لمشاريع تحلية مياه البحر في الجزائر

1.3.6.2.3 واقع الموارد المائية في الجزائر و تحديات تمويل انجاز محطات تحلية مياه البحر:

1.1.3.6.2.3 واقع الموارد المائية في الجزائر:

تعتبر الجزائر من الدول الأكثر فقرا في العالم من حيث الموارد المائية ،تم تصنيفها من قبل البنك الدولي ضمن خانة الحد الأدنى و المحدد ب 1000م^3 في السنة للفرد الوحد، كما ان الخصائص المناخية للجزائر التي تتراوح بين الجفاف و شبه الجفاف عمقت من حدة المشكلة المائية في الجزائر ، قدر الخبراء امكانيات الجزائر المائية بأقل من 20مليار م^3 ،و نسبة 75% منها قابلة للتجديد.

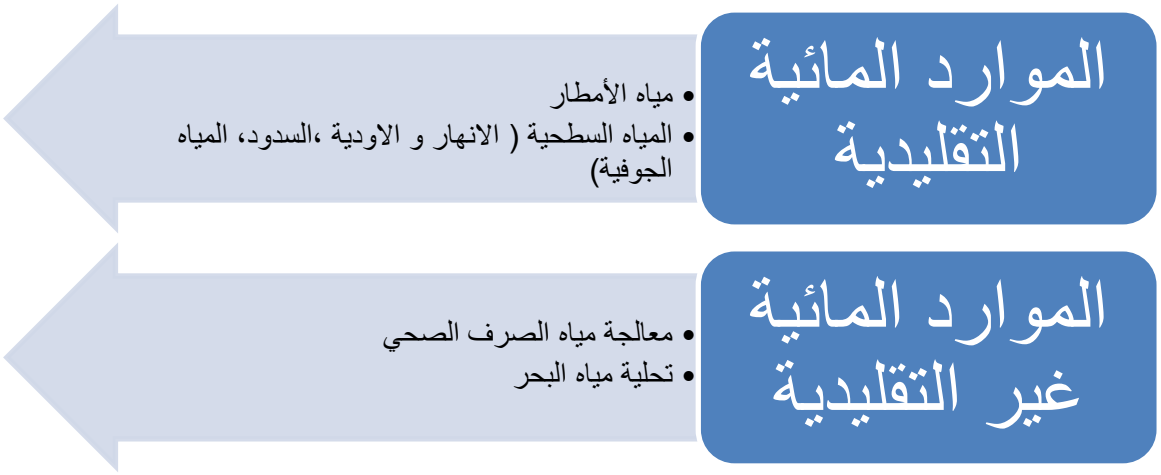
جدول رقم(3-21) : الموارد المائية المتاحة في الجزائر

(الوحدة : مليار متر مكعب)

المنطقة / الموارد المائية	الشمال	الجنوب	المجموع
المياه السطحية	10 مليار م^3	0,5 مليار م^3	10,75 مليار م^3
المياه الجوفية المتجددة و غير المتجددة	2,5 مليار م^3	5 مليار م^3	7,5 مليار م^3
المجموع	12,5 مليار م^3	5,5 مليار م^3	18 مليار م^3

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (الكريم و عبد الوهاب، 2022، صفحة 866)

شكل رقم (3-23):تقسيمات الموارد المائية في الجزائر



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على نفس الباحث السابق

جدول رقم(3-22) :مصادر و استخدامات الموارد المائية الحالية و المستقبلية في الجزائر

العام	تعداد السكان (مليون نسمة)	الموارد المائية				الاحتياجات المائية				نصيب الفرد م^3\ سنة	فجوة الموارد المائية	
		تقليدية		غير تقليدية		إجمالي	متجددة	إجمالي	شرب	صناعة	ري		أ	ب
		سطحية	جوفية	تحلية	معالجة									
1990	25	13,5	3,7	0,05		17	16	1,37	0,26	2,37	4,36	690	+12,89	-7,75
2000	33	13,5	3,7	0,1		17,3	16	2,6	0,5	3	6,1	524	+11,2	-15,7
2025	52	13,5	3,7	0,15		17,35	16	5,67	1,1	3,67	10,44	334	+6,91	-34,65
2047	78	13,5	3,7	0,2		17,4	16	8,36	1,63	4,25	14,24	223	+3,16	-60,6

المصدر :من اعداد الباحث بالاعتماد على (مخيمر و خالد، 1996، صفحة 72)

من خلال القراءة الأولية للجدول نلاحظ أن أزمة المياه في الجزائر تأخذ منحى تصاعدي ،خاصة مع شح وثبات الموارد المائية التقليدية بسبب الظروف المناخية الذي يقابله إرتفاع الاحتياجات المائية بسبب نمو عدد السكان و توسع الاقتصاد ، هذا ما شجع أكثر لاعتماد على الموارد المائية غير التقليدية و خاصة تحلية مياه البحر التي تشهد ارتفاع مستمر ،في حين عدم توفر الاحصائيات حول معالجة مياه الصرف الصحي و هذا لمحدودية استعمالها .

2.1.3.6.2.3 الاستراتيجية الوطنية لتحلية مياه البحر:

لمواجهة أزمة شح موارد المياه المتفاقمة في الجزائر سعت الحكومة الى ايجاد خطة إنمائية ضخمة من خلال تجسيد مصانع ضخمة لتحلية مياه البحر على طول الشريط الساحلي للجزائر في إطار رؤية استباقية و إستشرافية بهدف تعزيز أمنها المائي و الذي تحول إلى رهان أعطت له الدولة أولوية قصوى ، خاصة مع صدور تقارير مناخية تشير الى تضخم متوسط درجات الحرارة في الشرق الأوسط و شمال افريقيا و الذي سيحول العديد من المناطق غير صالحة للعيش البشري إذا لم تقابلها بإجراءات استباقية سريعة لمواجهة الجفاف.

أصبحت الجزائر تتبوأ مراتب مهمة في قدرتها الانتاجية لتحلية مياه البحر هذا ماساهم في تلبية الاحتياجات الوطنية و رفع نسبتها من 18% الى 42%. (حشيفة، 2025)

و لضمان الجزائر أمنها المائي و ضمان مستقبل مائي للأجيال القادم ،قامت بإنشاء العديد من محطات تحلية مياه البحر و البالغ عددها 19 محطة ،لتحتل بذلك المرتبة الأولى افريقيا و الثانية عربيا بعد المملكة العربية السعودية من حيث القدرة الانتاجية للمياه المحلاة بإنتاج 3,7 مليون متر مكعب يوميا، كما تطمح الجزائر في مخططها الوطني إلى إنشاء 06 محطات جديدة بين سنة 2025-2030. (العربية، 2025)

فالمقصود بتحلية المياه هي ازالة ملوحتها و تحويلها الى مياه عذبة صالحة للاستخدام في الحياة العملية كالشرب و الزراعة و الصناعة ، كما تعتمد عملية التحلية على انواع عديدة من الطرق بناء على نوع التكنولوجيا و رأس المال و سعر الطاقة.

شكل رقم(3-24) : أبرز الطرق التقنية لتحلية المياه



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (ينون و كمال، 2016، صفحة 325)

حيث تعتبر تقنية التناطح العكسي و التقطير المتعدد المراحل ،تقنيتان الاكثر إستعمالا و إنتشارا لقدرتهما على العمل بكفاءة و موثوقية بالإضافة الى الجدوى الاقتصادية.

3.1.3.6.2.3 أهم الدوافع لتوجه الجزائر لتحلية مياه البحر:

- انتشار موجات الجفاف التي أثرت بشكل كبير على الموارد المائية سواء المتعلقة بتغذية الخزانات الجوفية او الموجهة لملئ السدود؛
- عدم تأثر صناعة تحلية مياه البحر بالتغيرات المناخية ؛
- ارتفاع تكلفة تشغيل المنشآت التقليدية على غرار تطهير و بناء السدود الذي تراجع منسوب امتلائها بسبب تأثرها بالجفاف؛
- الاستثمار في مشاريع تحلية مياه البحر تتميز بالجدوى الاقتصادية أكثر من الاستثمار في تمويل المشاريع التقليدية المتعلقة بالموارد المائية التقليدية ، اضافة الى سرعة انشاء محطات التحلية مقارنة ببناء السدود ؛
- تراجع الموارد المائية شمال البلاد بسبب تضاعف الكثافة السكانية هذا ما تسبب في الضخ المفرط للمياه الجوفية و الاستغلال غير قانوني و غير العقلاني للآبار؛
- التغير المناخي و ما نجم عنه من تراجع معدلات التساقط خلال العقود الاخيرة ؛
- طول الشريط الساحلي و الذي يضم أكثر من 14 ولاية اين تتركز بهه كثافة سكانية الذي تسبب في تزايد الطلب مياه الشرب الذي رهن القدرة على توفيرها من الموارد التقليدية ؛
- امتلاك الجزائر على مصادر الطاقة تسمح لها بقيام صناعة تحلية مياه البحر؛

- وفرة الموارد المالية التي تعتمد على الريع البترولي بالدرجة الأولى في جلب و انشاء المعدات و التقنيات التكنولوجية المستخدمة في التحلية رغم كلفتها المرتفعة؛ (بوعظم و أمال ، 2016، صفحة 324)

جدول رقم (3-23): أبرز محطات تحلية مياه البحر العاملة في الجزائر الى غاية سنة 2025

الولاية	اسم المحطة	سعة الانتاج اليومية ($م^3$)	قيمة الاستثمار بالدولار
عين تموشنت	محطة تحلية بني صاف	200.000	204300603
الجزائر	محطة تحلية حامة	200.000	24669100
بومرداس	محطة تحلية كاب جنات	100.000	133038839
الشلف	محطة تحلية تنس	200.000	291455479
مستغانم	محطة تحلية سوناكتار	200.000	226784705
وهران	محطة تحلية المقطع	500.000	468064905
سكيكدة	محطة تحلية سكيكدة	100.000	105604167
تلمسان	محطة تحلية سوق الثلاثاء	200.000	251129436
بومرداس	محطة تحلية رأس جنات 2	300.000	2400000000
وهران	محطة تحلية الرأس الابيض	300.000	2400000000
تيبازة	محطة تحلية فوكة 2	300.000	2400000000

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (ويكيبيديا، 2025)

الملاحظ من الجدول تنوع التوزيع الجغرافي لأبرز لمحطات الكبرى لتحلية مياه البحر في الجزائر على امتداد طول الشريط الساحلي الوطني من سكيكدة شرقا الى تلمسان غربا، هذا ما يعكس حرص الدولة على تأمين المياه لمختلف مناطق الوطن اضافة إلى القدرة الانتاجية الكبيرة لتحلية مياه البحر، اضافة الر ارتفاع قيمة الاستثمار في هذا النوع من المشاريع.

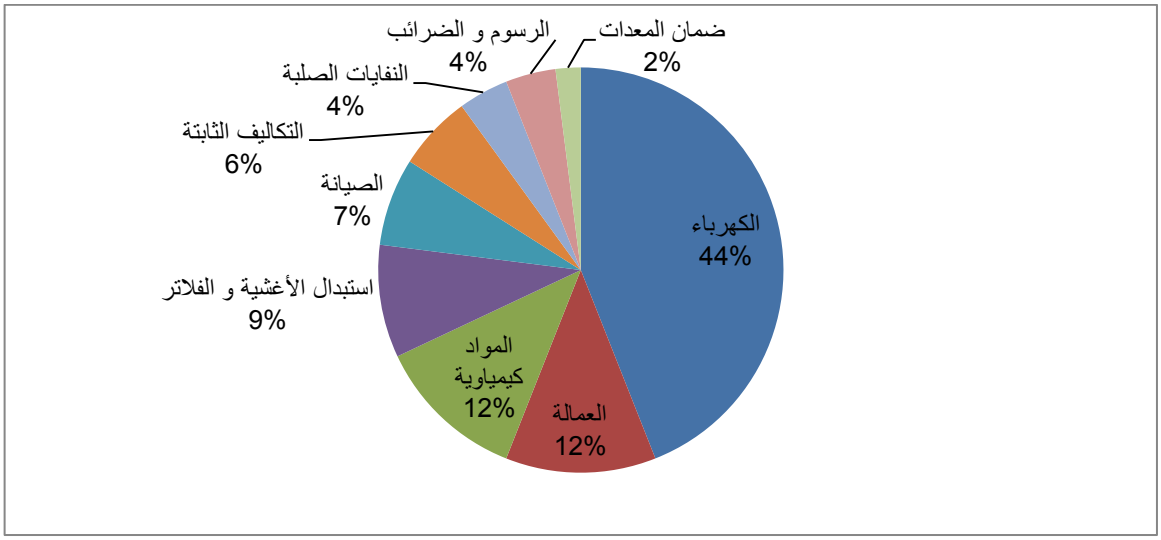
2.3.6.2.3 التحديات التمويلية لتنفيذ مشاريع انجاز و تشغيل محطات تحلية مياه البحر بالجزائر

تتمثل أهم التحديات التمويلية في ارتفاع كلفة انجاز و تشغيل محطات تحلية مياه البحر ،التي يمكن أن نبرزها في النقاط التالية:

- ارتفاع تكلفة انشاء تلك المحطات و خاصة فيما تعلق بالأجهزة المستخدمة في عملية التحلية ؛
- ارتفاع تكاليف تشغيل الاجهزة المستخدمة في انتاج المياه المحلاة؛
- غلاء اسعار المواد الكيمياوية المستخدمة في التحلية بالإضافة الى الصيانة و قطع الغيار ؛
- الاعتماد على اسعار مدعمة و خاصة ما تعلق باستخدام الطاقة في العملية الانتاجية؛ (الكريم و عبد الوهاب، 2022، صفحة 705)
- تذبذب ايرادات المحروقات و تراجع أسعارها في الاسواق الدولية مما يؤثر على تنفيذ العديد من المشاريع التنموية الكبرى؛

- محدودية مشاركة القطاع الخاص في تمويل المشاريع الكبرى.

شكل رقم (3-25): تكلفة التشغيل في عملية تحلية الميته بالتناضح العكسي



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (Bessedik, Nadia, & Abdebaki, 2024, p. 02)

جدول رقم(3-24) : توزيع التكاليف لإنتاج واحد متر مكعب من تحلية المياه بتقنية التناطح العكسي

عوامل متغيرة	التكلفة بالدولار
كلفة رأس المال السنوية بمعدل فائدة 5%	0,180
كلفة الطاقة بواقع 0,06 دولار للكيلواط	0,210
كلفة استبدال الغشاء	0,035
كلفة اليد العاملة و المواد الكيماوية	0,100
التكلفة الاجمالية لإنتاج واحد متر مكعب	0,525

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على (الكريم و عبد الوهاب، 2022، صفحة 705)

6.2.3. 4آلية توظيف الصكوك لتمويل مشاريع انجاز و تشغيل محطات تحلية مياه البحر

1.4.6.2.3 مبررات الاعتماد على الصكوك كأداة تمويلية بديلة لإنجاز و تشغيل محطات تحلية مياه البحر :

يوجد العديد من الدوافع لاعتماد الصكوك كأداة تمويلية لإنجاز و تشغيل محطات تحلية مياه البحر، نذكر من أهمها :

- انفتاح الجزائر على المالية الاسلامية و على الصكوك خصوصا؛
- استراتيجية الجزائر المنتهجة من خلال تكثيف انشاء هذه المحطات لمواجه الجفاف ، الامر الذي يثقل من عبئ الميزانية العامة للدولة؛

- تمنح الصكوك خيارا إضافيا للدولة إلى جانب الادوات التمويلية التقليدية؛
- تسمح الصكوك بتعبئة موارد مالية مسقرة من المدخرات المحلية و الدولية بعيدا عن عائدات البترول غير المستقرة؛
- توسيع قاعدة المستثمرين حيث تتيح الصكوك جذب رؤوس الأموال المكتنزة التي لا ترغب في استثمارها في الأدوات المالية التقليدية؛
- الصكوك أداة مالية مناسبة لتخفيف الضغط عن ميزانية الدولة من خلال استغلالها في انجاز و تشغيل محطات التحلية.

2.4.6.2.3 أهم أنواع الصكوك المناسبة لإنجاز و تشغيل محطات تحلية مياه البحر في الجزائر:

بما أن المشروع وطني و له أبعاد استراتيجية ، تلجأ الدولة الى اصدار الصكوك السيادية لتمويل هذا النوع من المشاريع و يختلف نوع الصك حسب نوع المشروع و الغاية المستهدفة ، يمكن أن تكون هذه الصكوك :

- **صكوك الاستصناع** : يناسب هذا النوع من الصكوك مرحلة انشاء و بناء محطات تحلية مياه البحر اضافة الى تجهيزه بالمعدات و الآلات التي تدخل في عملية الانتاج.
- **صكوك الاجارة** : يناسب هذا النوع مرحلة التشغيل و الانتاج لمحطة التحلية وبيع المنتوج المتمثل في المياه المحلاة و توزيع الايرادات على حملة الصكوك
- **صكوك الوكالة** : يقوم هذا النوع على قيام حملة الصكوك بمن ينوب عنهم في تشغيل محطة تحلية مياه البحر.
- **صكوك المشاركة** : يمكن ان يشارك حملة الصكوك و الدولة في انجاز و تشغيل محطات التحلية و تقاسم الارباح و الخسائر.
- **الصكوك الهجينة (المركبة)** :يكون ذلك بدمج أكثر من صيغة في أداة واحدة و هي تناسب كثيرا المشاريع المتعددة المراحل و الخطوات في انجازه الى تشغيله، و تعتبر الصكوك الهجينة (استصناع +اجارة) الأنسب لموضع دراستنا الاستشرافية .

3.4.6.2.3 استشراف تطبيق الصكوك السيادية الهجينة(استصناع+ اجارة) لتمويل إنجاز و تشغيل محطات تحلية مياه البحر:

1.3.4.6.2.3 المزايا التحفيزية لإختيار الصكوك السيادية الهجينة (استصناع+ اجارة) :

✓ **التوافقية مع المراحل المختلفة للمشروع :**

- **الاستصناع** :يقوم بتغطية مرحلة التصميم و الانجاز و التجهيز حتى اكتمال محطة تحلية مياه البحر لتصبح جاهزة للإنتاج.
- **الإجارة** : بعد الانتهاء من المرحلة الاولى المتعلقة بالتجهيز تؤجر المحطة لجهة المختصة بالتشغيل مقابل عوائد دورية لحملة الصكوك.

✓ **تقليل المخاطر :**

المستثمرون في هذا النوع من الصكوك الهجينة لا يعتمدون على العوائد التشغيلية فقط ، بل يحصلون على تدفقات ثابتة نتيجة عقود الاجارة طويلة الأجل ،بالإضافة الى توزيع المخاطر :

- مرحلة الانشاء تكون على عاتق المقاول و الجهة المنفذة.
- مرحلة التشغيل تكون على عاتق الجهة المشغلة للمحطة و الدولة الضامنة لعقود شراء المياه المحلاة.

✓ **طبيعة الصيغة الهجينة:**

الصيغة الهجينة (استصناع + اجارة) تعتبر أكثر مرونة بحيث تمنح للمستثمرين ضمانات اضافية من خلال الأصل المادي المتمثل في المحطة بالإضافة الى عقد اجارة طويل الاجل.

✓ **تعزيز الشراكة بين القطاع العام و الخاص:**

يمكن ان يلعب قطاع الخاص دور الممول و الدولة الطرف المستأجر للمحطة .

2.3.4.6.2.3 التصور الهيكلي المقترح لإعتماد آلية اصدار وتداول الصكوك السيادية الهجينة (استصناع+ اجارة) لإنجاز و تشغيل محطة صغيرة لتحلية مياه البحر:

يكون التصور الهيكلي من خلال تحديد كل من :

- طبيعة الصك و ضوابطه ؛
- الأطراف المتدخلة؛
- مراحل اصدار و تداول الصكوك الهجينة (استصناع +اجارة) لتمويل انجاز و تشغيل محة تحلية مياه البحر؛
- التحديات المتوقعة لتطبيق هذا المشروع .

1.2.3.4.6.2.3 طبيعة الصك و ضوابطه:

– طبيعة الصك : نظرا لطبيعة المشروع المستهدف المتمثل في انشاء و تشغيل محطة صغيرة لتحلية مياه البحر التي تعود ملكيتها للدولة ،فقد لاحظنا انه يمكن تقسيم المشروع على مرحلتين، المرحلة الأولى تشمل البناء و التجهيز الذي يتناسب مع صك الاستصناع و هي المرحلة الأكثر تكلفة خاصة فيما تعلق بالتجهيز الذي يرجع الى ارتفاع اسعار الأجهزة التي تعتمد على التكنولوجيا العالية في عملية نزع الملوحة من الماء من خلال (التناطح العكسي) و (الديلزة الكهربائية) و (التقطير المتعدد المراحل) و غيرها، الى غاية التشغيل اين يتم تأجيره المحطة لجهة مختصة مقابل عوائد منتظمة و هو ما يتناسب مع صكوك الاجارة .على هذا الأساس تم اختيار الصكوك السيادية الهجينة (استصناع + إجارة) ، مع امكانية تطبيق صكوك سيادية أخرى .

اضافة الى أن محطة تحلية مياه البحر من المشاريع الكبرى و السيادية تعود ملكيتها للدولة على المشرع الجزائري ان يجعلها غير قابلة للتنازل و لا للتقادم و لا للحجز مثل ما ينص عليه قانون الاملاك الوطنية 90-30 في مادته الرابعة، كما يجيز القانون حق الاستغلال المؤقت أو التسيير لتلك الأملاك ،هذا ما يتوافق مع تصورنا عن طريق انجاز المنشأة و ملكية المنافع واستغلالها دون افنائها مثل ما تطرقنا له في التجربة المصرية.

– ضوابطه :

- **المدة :** يجمع الصك الهجين مدة انشاء(استصناع) المشروع التي تبلغ 24 شهرا في حين مدة الاجارة تكون في المتوسط 10 سنوات ضوابطه، بالتالي المدة المناسبة لهذا الصك 12 سنة مع امكانية تعديل المدة حسب حجم المشروع و كلفته.
- **قيمة الصك** :نفترض على اساس ما تم التطرق له من تكلفة انشاء و تشغيل محطة صغيرة لتحلية مياه البحر في الجزائر، نختار متوسط حسابي بما يقارب 200 مليون دولار ما يعادل (25.900.000.000دج) يكفي للبناء و التشغيل ،على هذا الاساس نقوم بتقسيم الصك الى ثلاث قيم :
  - 50.000دج؛
  - 100.000دج؛
  - 150.000دج؛
  - 200.000دج.
- **العائد** : ايجار سنوي يبدأ تحصيله بعد 24 شهر الأولى بمعدل مردود يقدر ب 6% من رأس المال المستثمر مع امكانية الحصول على عائدات في الفترة الأولى قبل 24 شهر .....
- **ملكية الصك** : للمكتتب أو لحامله هذا ما يسمح بكسب الصكوك قوة و جاذبية للمستثمرين بفضل قابليتها للتداول.
- **الأشخاص المعنيون بعملية الاكتتاب** : بما أنها عملية دقيقة و بداية لعملية طرح (استشرافية) يكون الاقتصار في عملية الاكتتاب على الأشخاص الطبيعيين الذين يحملون الجنسية الجزائرية سواء كانو مقيمين او غير مقيمين ، بالإضافة الى الأشخاص المعنويون سواءً كان خاص أو عام يخضعون للقانون التجاري الجزائري ،و الهدف من هذا تعبئة الموارد المحلية و الحفاظ على السيادة المالية للدولة و توزيع العوائد على المواطنين الجزائريين و الشركات الوطنية و بناء و تعزيز الثقة في أدوات التمويل الاسلامي ، هذا لا يستبعد فتح المجال مستقبلا امام استثمارات الاجنبية.

2.2.3.4.6.2.3 الأطراف المتدخلة :

- **الجهة المصدرة** : بما أن الصكوك ستكون سيادية و المشروع متعلق بتوفير المياه بالتالي فهي من اختصاص وزارة المالية أو شركة وطنية متخصصة في انشاء و تسيير محطات تحلية مياه البحر التي اشار اليها رئيس الجمهورية ،و هي مؤسسة

وطنية قيد التجسيد (للأنباء، 2025)،و طبقا لأحكام المادة :03 الصادرة في الجريدة الرسمية رقم 38 الصادرة في 19جوان 2025 يمكن ان تخول الخزينة العمومية ان تفوض هيئة اخرى للقيام بعملية الاصدار للصكوك السيادية ، بالتالي من الممكن أن تكون تلك الهيئة شركة ذات الغرض الخاص(SPV) يكون على عاتقها عملية الاصدار و حماية حقوق المكتتبين و القيام بالأعمال نيابة عنهم.

- **المكتتبون** : الاشخاص الطبيعيون و المعنويون الحاملين للجنسية الجزائرية و الخاضعين للنظام الجزائري .
- **الهيئة الشرعية** : تتمثل في المجلس الأعلى الاسلامي الذي من مهامه مراقبة مدى تطابق هذه الصكوك و منحهم شهادة المطابقة ،و ذلك استنادا لما ورد في المادة 06 من نفس الجريدة الرسمية السالفة الذكر.
- **المقاول (المصنع)**: بناءً على المشاريع السابقة التي قامت بها شركة سوناطراك افي بناء العديد من محطات التحلية في وهران و تيبازة و بومرداس حيث قامت بعملية الانشاء و التجهيز في وقت قياسي لا يتعد 25 شهرا (Saada، 2025)، بالتالي نرى ان خبرة سوناطراك تمكنها من أداء هذا الدور بجدارة ويوفر التكاليف ويدعم نسبة دمج المنتجات الوطنية .
- **المستأجر**: بعد انتهاء عملية انشاء المحطة يأتي الدور على المستأجر الذي يقوم بتشغيل محطة تحلية مياه البحر مقابل عوائد تدفع لحملة الصكوك و يكون على عاتق المستأجر مسؤولية التشغيل و الصيانة الذي يكون محدد في بنود نشرة الاصدار، يمكن ان يكون هذا المستأجر الشركة الوطنية المتخصصة في انشاء و تسيير محطات تحلية مياه البحر .
- **متعهد التغطية** : يكون على عاتقها الترويج لهذه الصكوك و تحملها لشراء الصكوك غير المكتتب فيها ، هذا ما يضمن لـ (SPV) حصولها على التمويل اللازم للمشروع و انجاح عملية الاكتتاب و تعزيز الثقة بين المستثمرين ، يمكن ان يكون المتعهد بالتغطية الدولة عن طريق الخزينة العمومية أو مؤسسة مالية .
- **شركة تسيير بورصة القيم المنقولة " بورصة الجزائر"(SGBV)**: يمكن ادراج الصكوك الهجينة (استصناع + اجارة) بعد السنة الثانية للتداول في بورصة الجزائر أي بعد تحول النقود الى أعيان فلا يجوز تداولها في فترة الاستصناع لأنها تمثل تداولا للديون و محرم شرعا، لكن يمكن لبورصة الجزائر في الفترة الاولى الترويج لهاته الصكوك و التحضير لإدراجها لاحقا هذا ما يسمح بإعطاء سيولة كبيرة للمستثمرين و تعزيز الثقة بينهم و فتح المجال لمن لم يسعفهم الاكتتاب في أول الاصدار.
- **شركات التأمين التكافلي**: نظرا لضخامة هذا المشروع الاستراتيجي من الواجب ادراج شركات التأمين التكافلي ،و هذا لضمان تغطية المخاطر المتعلقة بالإنجاز و التجهيز و الكوارث الطبيعية بالإضافة الى تأمين استمرارية العوائد التشغيلية .
- **الجهات الرقابية** : من خلال ما تم التطرق له سابقا يمكن ان تلعب العديد من الهيئات دور الرقابة على عملية اصدار و تداول الصكوك، من المحتمل ان يكون لها علاقة بمشروع تحلية مياه البحر نذكر منها :
  - **لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (cosob)**: من خلال مراقبة عملية الاكتتاب و التداول وحماية المكتتبين.
  - **البنك المركزي** : من خلال تأكده ان هذه العملية لا تتعارض مع السياسات النقدية.

- **وكالات التصنيف الائتماني** : يمكن الاستعانة بوكالات تصنيف ائتمانية أجنبية تسمح بتقييم المخاطر هذا ما يشجع من تعزيز ثقة المستثمرين بهذا النوع من الصكوك .
- **الشركة الجزائرية للمياه او شركة المياه و التطهير (SEAL)**: يكون على عاتقهما دفع مستحقات الحصول على المياه المحلاة لإعادة بيعها لزبائنها ،هذا الامر يجنب المشروع المخلفات السلبية التي يمكن أن تقع في عدم دفع الزبائن للمستحقات المالية اذا كان لها علاقة مباشرة ببيع المنتج إلى الزبائن مباشرة، بالتالي تحمل الشركة المعنية (الشركة الجزائرية للمياه او SEAL) لتبعات إعادة البيع .
- **المديرية العامة للأملاك الوطنية** : من خلال حماية الملكية العامة من الفناء او احداث ضرر بها ،بحيث الاصل يبقى ملكا للدولة و الانتفاع و الاستغلال يكون ملكا (SPV).
- **المديرية العامة للضرائب** : عن طريق منح امتيازات و اعفاءات ضريبية كما سبق و تطرقنا له في التجارب السابقة هذا ما يشجع على جذب المكتتبين .
- **المديرية العامة للبيئة** : يكون دورها في رقابة عمل المحطة و أثرها على البيئة و العمل الدوري على قياس درج ملوحة البحر في مناطق الطرح بالتالي لا تؤثر على الحياة البيولوجية البحرية.
- **المجلس الأعلى الاسلامي** : يتمثل دوره في تقييم مدى مطابقة هذا النوع من الصكوك الهجينة مع أحكام الشريعة و منحه شهادة المطابقة إذا استوفت فيه الشروط ،بالإضافة الى الرقابة الشرعية على عملية الاصدار و التداول الى غاية الاطفاء.

3.2.3.4.6.2.3 مراحل اصدار و تداول الصكوك الهجينة (استصناع +اجارة) لتمويل انجاز و تشغيل محة تحلية مياه البحر:

يمكن تقسيم مراحل اصدار و تداول الصكوك الهجينة لتمويل انجاز و تشغيل محة تحلية مياه البحر :

المرحلة الأولى :

- حاجة الدولة التمويلية لإنجاز وتشغيل محطة تحلية مياه البحر يدفعها الى الطلب من الشركة غرض الخاص لإصدار الصكوك؛
- اصدار (spv) صكوك هجينة (استصناع +اجارة) بقيمة 200 مليون دولار و اعدادا نشرة الاصدار ؛
- تملك المكتتبون لحصص متساوية مشاعة في ملكية المشروع في اطار عقود الامتياز غير قابل للتنازل في اطار المادة 61 من قانون 90-30 و المعدل بالأمر 08-14 و ما نصت عليه المادة 64.
- قيام (spv) بتوقيع عقد استصناع لمدة لا تتجاوز 24 شهر مع شركة سوناطراك التي يكون على عاتقها إنشاء و تجهيز محطة تحلية مياه البحر مقابل دفعات متفق عليها في نشرة الاصدار.

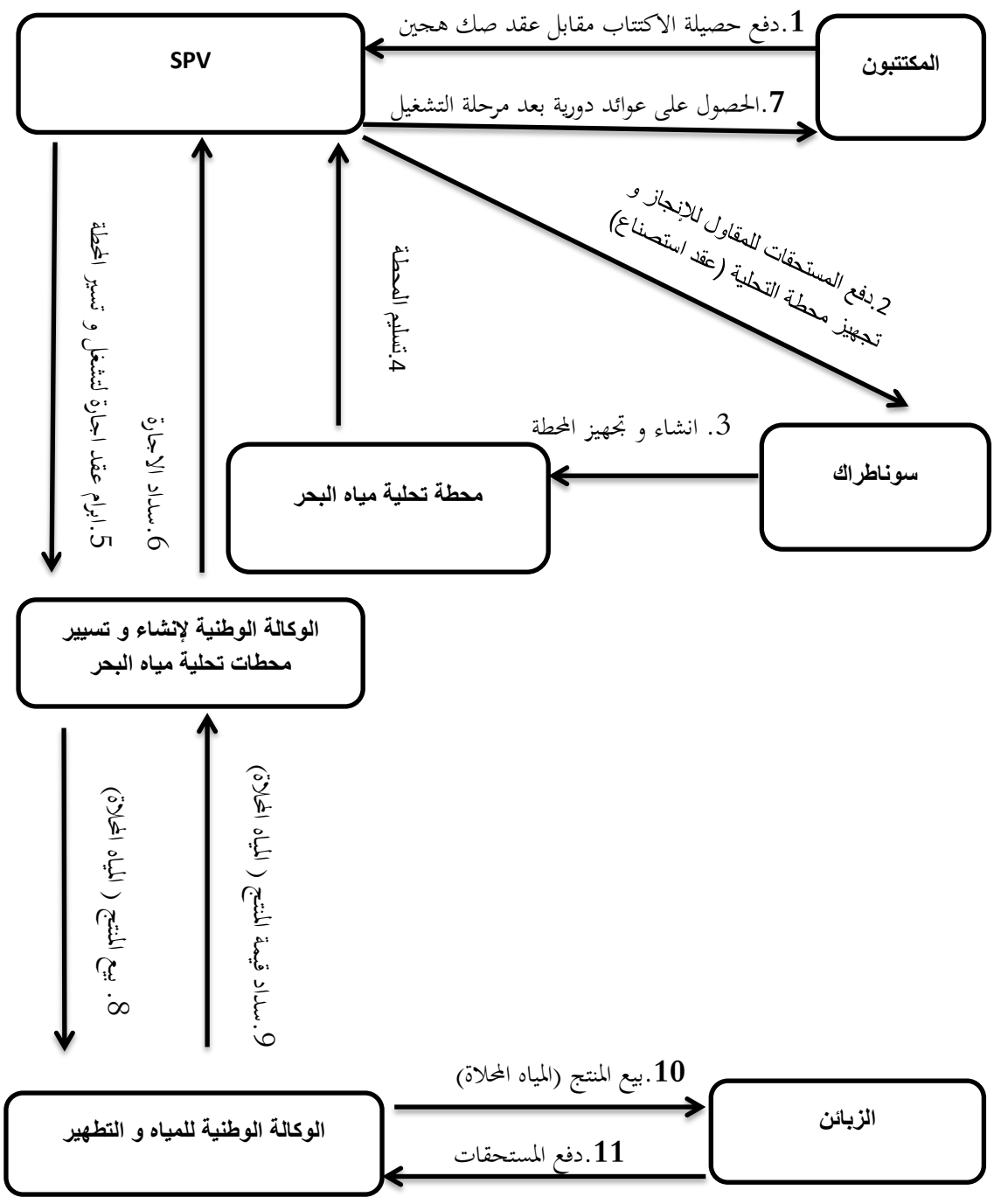
المرحلة الثانية :

- منح (spv) للشركة الوطنية المتخصصة في انشاء و تسيير محطات تحلية مياه البحر مهام تشغيل المحطة وبيع المياه المحلاة و يكون في اطار عقد اجارة مقابل اجرة الاستغلال المتفق عليها،
- قيام الدولة او الشركة الوطنية للمياه و التطهير لشراء المياه المحلاة حتى تكون ضامن لإستقرار العوائد،
- يمكن في هذه المرحلة تداول هاته الصكوك في بورصة الجزائر، هذا ما يزيد من جاذبيتها و منح المكتتبين الخيار في استرداد اموالهم

المرحلة الثالثة :

- عند نهاية المدة المتفق عليها (20 سنة) يكون المكتتبون قد قاموا باسترداد كامل استثماراتهم بالإضافة الى العوائد،
- عند نهاية العقد تسترد الدولة أملاكها بما فيها الوعاء العقاري و ما أنجز عليه من منشآت في اطار عقد الامتياز الصناعي غير قابل للتنازل و المنصوص عليه في دفتر الشروط .

شكل رقم (3-26): هيكل الصكوك الهجينة (استصناع + إجارة) لإنشاء و تشغيل محطة تحلية مياه البحر في الجزائر



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على الجانب النظري و التجارب السابقة

4.2.3.4.6.2.3 التحديات المتوقعة لتطبيق هذا المشروع

- **التحديات القانونية و التنظيمية :**

- غياب الاطار التشريعي الذي يجمع بين صكوك الاستصناع و الهجينة ؛
- عدم تطرق المشرع الجزائري للشركة ذات الغرض الخاص ؛
- بورصة الجزائر غير مهيأة في الجانب النصوص القانونية و التشريعية لاستقبال تداول الصكوك؛
- غياب تطبيق معايير AAOIFIفي الجزائر ؛
- غياب نصوص ضريبية خاصة على الصكوك الهجينية (أكثر من صك)،
- عدم تجسيد الوكالة الوطنية لإنشاء و تسيير محطات تحلية مياه البحر رغم اقرارها من طرف رئيس الجمهورية؛
- غياب هيئات وطنية مختصة بتسعير الصكوك و وكالات التصنيف الائتماني؛
- غياب النصوص القانونية الداعمة لهذه الصكوك يخلق اشكالية الفصل في قضايا المنازعات المتعلقة بها.

- **التحديات المالية و الفنية :**

- غياب ثقافة الصكوك يولد عائق في جمع حصيلة الاكتتاب المرتفعة ؛
- عدم حصول المكتتبين على عوائد في فترة الاستصناع يقلل من جاذبية هذه الصكوك؛
- مخاطر متعلقة بالتأخر في الانجاز و التشغيل .

3.3 خلاصة :

أضحت المالية الاسلامية صناعة عالمية متكاملة لم تعد تقتصر كونها بديل للنظام المالي التقليدي ، بفضل قدرتها على تمويل مشاريع حقيقية و تعبئة الموارد عبر العديد من الموارد المبتكرة و في مقدمتها الصكوك التي شهدت توسعا ملحوظا من حجم الاصدارات سواء على المستوى الدول او المحلي و بمختلف صيغها و تعدد جهة اصداراتها ، مما عزز مكانتها كأداة استراتيجية لتمويل المشاريع الاقتصادية الحقيقية.

كما أثبتت التجارب الدولية ان نجاح الصكوك لا يرتبط فقط بوجود طلبات استثمارية ، بل بوجود منظومات متكاملة تشمل كل من الأطر القانونية و المؤسسية و توفر آليات تتعلق بالرقابة الشرعية دون ان نغفل عن ضرورة وجود بيئة اقتصادية و تشريعية و سياسية مستقرة تسمح بتعزيز الثقة للمستثمرين، كما اثبتت النماذج العديدة لمشاريع دولية تم تمويلها عن طريق الصكوك قدرتها على الاعتماد عليها كأداة تنموية و ليست فقط مجرد أداة مالية.

أبرزت الدراسة على اعتماد الجزائر على الريع في تمويل اقتصادها ما يعرضها لتذبذبات في مواردها مالية ، هذا ما يخلق تحديات خطير للخزينة العمومية تفرض على صناع القرار تعزيز التنويع الاقتصادي بالاعتماد على مصادر تمويلية جديدة ، في هذا السياق برزت الصكوك كخيار استراتيجي من خلال اصدار الجزائر للصكوك السيادية (اجارة حق انتفاع)، فيما تظل باقي الانواع الاخرى للصكوك رهينا بتوفر مجموعة من المتطلبات القانونية و المؤسسية و غيرها .

في الاخير ان استشراف مستقبل الصكوك في الجزائر من حيث الاصدار و التداول يرتبط بمدى قدرتها على الانتقال من نموذج تمويلي يرتكز أساسا على الريع البترولي الى نموذج أكثر تنوع و استدامة ، يمكن ان تلعب فيه الصكوك دورا محوريا في دعم التنمية الشاملة و تمويل المشاريع الكبرى و تعزيز الاستقرار المالي و اندماج الاقتصاد الوطني في النظام المالي الاسلامي العالمي.

خاتمة عامة

4. الخاتمة :

على ضوء التحولات التي يعرفها النظام المالي و الاقتصادي العالمي، طرحت هذه الدراسة موضوع متطلبات إصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر، باعتبارها أداة مالية مبتكرة تكتسي أهمية بالغة ، بالإضافة إلى أهميتها كآلية تمويل متوافقة مع الشريعة الاسلامية لمشاريع حقيقية مع قدرتها العالية على جذب المدخرات. لأجل هذا تناولنا في هذا الدراسة الأساسيات المتعلقة بالصكوك الاسلامية من خلال إبراز أهميتها و ضوابطها و هيكل اصدار و تداول أنواعها المختلفة و التطرق إلى إنفتاح الجزائر على المالية الاسلامية ،كما قمنا باستعراض تجارب دول اسلامية و غربية في اصدار وتداول الصكوك الاسلامية بهدف الاستفادة منها و تهيئة الظروف المناسبة لدمجها في الاقتصاد الجزائري مع القيام بدراسة استشرافية عن امكانية تمويل مشروع استراتيجي عن طريق الصكوك.

1.4 .نتائج اختبار صحة الفرضيات

– الفرضية الأولى:

" لا تزال المنظومة المالية الجزائرية متمركزة على التمويل التقليدي دون وجود بوادر انفتاح فعلي على المالية الاسلامية"

أظهر تحليل الاطار التشريعي و المؤسسي للمنظومة المالية الجزائرية وجود خطوات نحو الانفتاح الفعلي على المالية الاسلامية رغم محدوديته، و يستدل في ذلك بمجموعة من النصوص و الأنظمة القانونية التي شرعت الجزائر في تجسيدها ميدانيا انطلاقا من نظام 18-02 و نظام 20-02 وغيرها من القوانين، بالتالي لا يمكن نفي عدم وجود انفتاح على المالية الاسلامية في الجزائر و عليه ترفض هذه الفرضية.

– الفرضية الثانية:

"نجاح اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر يتطلب توفر اطار مؤسسي و قانوني متكامل ".

أبرزت الدراسة ان اصدرا الصكوك الاسلامية في الجزائر يتطلب توفر اطار قانوني ومؤسسي متكامل ، هذا بالاعتماد على تحليل النصوص القانونية و التنظيمية ذات الصلة بالمالية الاسلامية ، الى جانب دور المؤسسات المتدخلة في عملية اصدار و تداول الصكوك الى جانب الاستفادة من التجارب الدولية في هذا المجال. كما قد أتاح هذا التحليل إبراز أهمية القواعد القانونية و المؤسسية المنظمة للصكوك مع ضرورة تكامل الادوار بين الجانب القانوني و المؤسسي باعتبارهما عنصرين مهمين لإنجاح عملية الاصدار و تداول الصكوك في الجزائر، هذا ما يجسد صحة الفرضية و يجعلها منسجمة مع طبيعة هذه الاداة التمويلية و متطلبات تفعيلها في السوق المالي.

– الفرضية الثالثة :

"وجود معوقات أمام اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر".

أظهرت الدراسة الى وجود العديد من العقبات التي تحد من اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر بما فيها محدودية النصوص القانونية و التعليمات المفسرة على غرار ضعف التنسيق بن الجهات المؤسسية ، بالإضافة الى محدودية الأطر الشرعية و غياب سوق مالي فعال للتداول، بناءً على هذه التحليل يمكن القول ان هذه الفرضية صحيحة الى حد كبير لوجود العديد من المعوقات التي تقف امام إصدار و تداول الصكوك الاسلامية في الجزائر ، هذا ما يتطلب وجود توافر جهود متكاملة لمعالجة تلك التحديات لإنجاح تفعيل هذه الأداة التمويلية .

– الفرضية الرابعة:

"تسمح التجارب الدول الاسلامية و الغربية الناجحة في اصدار وتداول الصكوك بتيسير تطبيقها في الجزائر".

سمحت لنا دراسة تجارب الدول الاسلامية و الغربية في اصدار و تداول الصكوك على امكانية تسهيل الاستفادة من تطبيق هذه الادة المالية على الجزائر ، لاختبار صحة هذه الفرضية تم اختيار نماذج رائدة في هذا المجال مثل ماليزيا و السعودية و تجارب غربية مثل المملكة المتحدة و التجربة المصرية باعتبارها تجربة ناشئة و حديثة و تمتاز بتشابه كبير مع البيئة الجزائرية . أظهرت لنا دراسة هذه التجارب دروسا يمكن للجزائر الاستفادة منها، حيث ان الصكوك سمحت لتلك الدول بتعبئة المدخرات و تخصيصها لتمويل الانفاق و سد العجز الموازني بالإضافة لذلك سمحت لنا دراسة تلك التجارب بتجاوز بعض العراقيل مثل ضرورة تطوير الاطر الشرعية و المؤسسية و حتى الضريبية مع مراعات خصوصيات الاقتصاد الوطني. بالتالي فإن الفرضية تبدو منطقية تسهل على الجزائر الاستفادة من تلك التجارب لتطبيق اصدار و تداول الصكوك.

2.4 نتائج الدراسة :

بعد معالجتنا موضوع هذه الدراسة ،تم استخلاص مجموعة من النتائج يمكن لنا ذكرها كالآتي :

– الصكوك الاسلامية هي أداة مالية حديثة مبتكرة بفضل الهندسة المالية الاسلامية لتكون مكملة للسندات التقليدية؛

– أثبتت الصكوك أنها أداة تمويلية حقيقية قائمة على الأصول ،و منسجمة مع أحكام الشريعة الاسلامية مما يجعلها بديل تمويلي فعال؛

– شرعت الجزائر فعليا في ظل انفتاحها على المالية الاسلامية في تهيئة البيئة القانونية و التنظيمية و المؤسسية الداعمة لإستيعاب الصكوك؛

– يعتبر سوق رأس المال في الجزائر غير مهيأ فعليا لإستقبال الصكوك بأنواعها المختلفة، بسبب ضعف البنية التحتية للسوق المالي الجزائري و قلة الأدوات المالية المتداولة فيه؛

– يعاني الاقتصاد الجزائر في السنوات الأخير تراجع كبير لموارده المالية بسبب تقلبات أسعار البترول في السوق العالمي؛

– يمكن للصكوك الاسلامية أن تكون بديل أو مكمل تمويلي لدفع العديد من المشاريع التنموية في الجزائر بدل الاعتماد على التمويلات التقليدية التي تزيد من الضغط على الخزينة العمومية؛

– نجاح كل من التجربة الماليزية و السعودية و المملكة المتحدة بالإضافة إلى التجربة المصرية تطلب وجود العديد من المؤسسات المالية و المصرفية النشطة ، مع وجود سوق أولي و ثانوي و بنية تحتية جيدة، و هيئات تنظيمية و رقابية وشركات التصنيف الائتماني.

– أثبتت الدراسة الاستشرافية عن إمكانية تمويل مشروع وطني بواسطة الصكوك الاسلامية قابلة للتنفيذ من الناحية النظرية ؛

– تعتبر الصكوك الاسلامية من الأدوات المالية التي يمكن للخزينة العمومية أن تلجأ لها ،من أجل رفع قدراتها المالية ومعالجة عجزها بعيدا عن الاستدانة أو الإصدار النقدي و ما تخلفه من آثار سلبية على الاقتصاد و المجتمع.

– إن تأخر الجزائر في إصدار الصكوك الاسلامية في لا يعود فقط إلى العوامل القانونية و المؤسسية، بل ترتبط بضعف الارادة السياسية التي تسمح بتبني هذا النوع من الخيار التمويلي بشكل واضح و فعال ،و المتتبع للشأن المالي في الجزائر يلاحظ غياب قرارات استراتيجية حاسمة وبرامج زمنية محددة لإصدار الصكوك ، بالتالي غياب رؤية سياسية متكاملة.

– لإنجاح إصدار أنواع الصكوك في الجزائر يتطلب وجود إصلاح شامل للمنظومة المالية و القانونية و السياسية ، بالتالي لا يقتصر الاصلاح على إصدار تشريعات معزولة و دون تنسيق و تكامل .

–أظهرت الدراسة أن ان التجربة الجزائرية مع المالية السلامية مقتصرة على المنتجات البنكية (المرابحة ، الاجارة) دون التوسع في باقي منتجات التمويل الاسلامي؛

– الاستقرار السياسي و الاقتصادي شرطان أساسيان لإنجاح اصدار الصكوك؛

– غياب سوق ثانوي يساهم في تراجع سيولة الصكوك و يؤثر على جاذبيتها للمستثمرين؛

– ضرورة إدخال تعديلات على النظام المحاسبي و الضريبي الجزائري لكي يراعي خصوصية الصكوك الذي من شأنه أن يتسبب في ازدواجية الضريبية بالتالي يتسبب في تراجع جاذبيتها؛

– غياب الوعي و ثقافة الصكوك الاسلامية في الجزائر الذي يشكل عائقا حقيقيا أمام انتشارها ؛

– ضعف الكفاءات في المالية الاسلامية داخل المؤسسات المالية في الجزائر من شأنه أن يحد من قدرة السوق على تطوير الصكوك؛

– تسمح الصكوك باستقطاب عدد كبير من الشركات سواء من القطاع العام أو الخاص أصحاب العجز المالي بهدف توسيع قاعدة المستثمرين في سوق الصكوك؛

– إعطاء اعفاءات و تخفيضات ضريبية في اصدارات الصكوك مع توفير عوائد تنافسية مع اصدارات ذات تصنيف ائتماني واجراءات سهلة و غير معقدة في الاصدار و الاكتتاب و توفير سوق ثانوي كل هذا من شأنه انجاح اصدارات الصكوك.

–ضعف الشفافية و الافصاح المالي في بعض المشاريع العمومية الجزائرية يشكل عائقا أمام الصكوك ؛

–غياب مؤسسات تصنيف ائتماني في الجزائر يحد من ثقة المستثمرين بهذه الاداة المالية؛

–ضعف التنسيق بين القطاع العام و الخاص يقلل من احتمالية اصدار الصكوك لمشاريع مشتركة ؛

– الصكوك الاسلامية من شأنها تعزيز الشمول المالي في الجزائر عن طريق جذبها للمستثمرين الذين يتجنبون التعامل مع البنوك التقليدية؛

– بطء عملية الرقمنة في شقها المالي بالجزائر ،من شأنها أن تحد من سرعة المعاملات المتعلقة بإصدار الصكوك و شفافية تداولها؛

– تركيز الجزائر على إصدار التشريعات و التنظيميات المتعلقة بإصدارات الصكوك السيادية فقط ، بهدف تمويل المشاريع العمومية و الحد من عجز الموازنة العامة ، دون التوسع الى الصكوك الخاصة أو الموجهة للقطاع الخاص ما يحد من تنويع أدوات التمويل الاسلامي و التقليل من ديناميكية السوق بالتالي تخفيض استفادة باقي القطاعات الاقتصادية من التمويل الاسلامي؛

– اعتماد اصدار الصكوك السيادية في الجزائر بصفة رسمية و المتعلقة بإجارة حق الانتفاع ،تكون كأداة تمويلية بديلة في يد الحكومة بعيدا التمويلات الاخرى التقليدية؛

–غياب باقي انواع الصكوك السيادية في الجزائر في قرار الاصدار رقم 443 المؤرخ في 28\12\2025 ؛

– ضعف السوق المالي الثانوي في الجزائر من شأنه التأثير سلبا على تداول الصكوك السيادية و غيرها مستقبلا ؛

– عدم توظيف حصيلة الصكوك السيادية في لجزائر في مشاريع حقيقة، بالتالي يمكن استغلالها كوسيلة لترقيع الدين العام خاصة مع تراجع عائدات المحروقات في الجزائر؛

– رغم حصول قرار الاصدار الاخير في الجزائر على رخصة من المجلس الاسلامي الاعلى ،فهذا لا ينفي وجود بعض التحفظات خاصة بمدى تحقق الملكية الحقيقية و تحمل المخاطر من طرف حملة الصكوك؛

– المشرع الجزائري قام بحصر التصكيك على المنافع دون الرقبة في الأصول التي تمتلكها الدولة ، فالواقع الذي يحصل أن في آلية اصدار الصكوك هي قيام الخزينة العمومية بتصكيك منافع أصول تمتلكها الدولة ،ثم تقوم الخزينة التي كلفت بجمع حصيلة الصكوك من المكتتبين ثم تقوم الأخيرة مرة أخرى باستئجار المنافع لأجل بمبلغ أكبر من مكتتبي الصكوك على ان تدفع لهم عائد 06%. فهو عبارة عن " **عينة ايجارية** " على قول المالكية ما خرج من اليد ثم عاد اليها فهو لغو " قرض جر نفعا ".

3.4 التوصيات :

على إثر ما توصلنا له في الدراسة من نتائج تحليلية و نظرية و تطبيقية، يمكننا تقديم التوصيات التالية:

– الإسراع في وضع استراتيجية متكاملة تجمع بين الاطار القانوني و التنظيمي لتطوير عمل المالية الاسلامية ؛

– استكمال تجسيد عمل الصكوك الاسلامية على أرض الواقع ، مع ضرورة تحديد آليات الاصدار و التداول و التسوية؛

– تفعيل عمل البورصة الجزائرية الذي من شأنه إرساء سوق ثانوي للصكوك الذي يسمح بتعزيز سيولتها و شفافيتها و جاذبيتها؛

– تنويع هياكل الصكوك المصدرة مثل صكوك الشركات، بسبب نظرة المسؤولين في الجزائر القاصرة فقط على الصكوك السيادية؛

– ضرورة الاستفادة من التجارب الدولية في اصدار و تداول الصكوك بالتدرج بداية من التجربة المصرية للتشابه الكبير بين الوضع الاقتصادي و السياسي بين البلدين و صولا الى التجربة الماليزية الرائدة ؛

- تفعيل آليات ادارة المخاطر للصكوك الذي يسمح بتعزيز ثقة المستثمرين ما يسمح بضمان انتشارها و نجاحها؛

- تعزيز الارادة السياسية و رفع الوعي المؤسسي بأهمية الصكوك كأداة مالية فعالة تساهم في التنمية الاقتصادية بعيدا عن التمويل التقليدي؛

- الحرص على توظيف التكنولوجيا المالية في عملية الاصدار و التداول للصكوك مما يسمح بتعزيز الشفافية و تخفيض التكاليف و تسريع الإجراءات؛

- دعم الشمول المالي في الجزائر ما يسمح بتوسيع قاعدة المستثمرين و جميع الفاعلين الاقتصاديين من خلال تبسيط الاجراءات المتعلقة بالاكتتاب و التداول؛

- تعزيز العلاقة بين البنك المركزي و البنوك الاسلامية من خلال الصكوك عبر العديد من الآليات ؛

- إنشاء نافذة اسلامية على مستوى البنك المركزي تعنى بالصيرفة الاسلامية و الصكوك،

-ضرورة توحيد المعايير المحاسبية و الرقابية للصكوك مع اعتماد معايير دولية (AAOIFI-IFSB)؛

- دعم مراكز البحث العلمي و إجراءات تطبيقات افتراضية لإصدارات الصكوك لتقييم الأثر العملي قبل تعميمها؛

-تنشيط الحملات الاعلامية الاعلانية لزيادة التثقيف المالي و الشرعي لدى الجمهور و المؤسسات ،من خلال المدارس و الجامعات و المساجد و وسائل التواصل الاجتماعي من شأنه إنجاح اصدارات الصكوك مستقبلا؛

- ضرورة تنويع الاصدارات في الجزائر و لا يقتصر فقط على صكوك الاجارة السيادية بل باقي الانواع السيادية بالإضافة الى صكوك الشركات .

4.4 آفاق الدراسة :

من خلال دراستنا هذا الموضوع و انطلاقا من النتائج المتحصل عليها ، نستخلص أن هناك جوانب تحتاج إلى بحث مستفيض لم يتسع لنا المجال للخوض فيها ، هذا ما يسمح للمهتمين بالمالية الاسلامية تعميق أبحاثهم الأكاديمية في مواضيع و إشكاليات أبحاث مستقبلية ما يساهم في تمويل التنمية المستدامة وفق ضوابط الشريعة الاسلامية، نذكر على سبيل المثال من هذه المواضيع ما يلي:

- تطبيق الصكوك الوقفية في الجزائر و دورها في تمويل الصحة و التعليم ؛

- توظيف الصكوك العقارية في الجزائر و امكانية مساهمتها في تقليص الفجوة السكنية؛

-استخدام الصكوك ضمن آليات السياسة النقدية للبنك المركزي ؛

- آفاق اصدار صكوك الشركات لتعزيز دور القطاع الخاص في الجزائر ؛

- تعزيز التوافق بين البنية المالية و المحاسبية للصكوك مع النظام المالي المحاسبي في الجزائر .

قائمة المراجع

5. قائمة المراجع :

1.5 المراجع باللغة العربية

1.1.5 الكتب

- إبراهيم أنيس و آخرون. (2004). *المعجم الوسيط*. مصر: مجمع اللغة العربية – مكتبة الشروق الدولية.
- أحمد بن محمد علي الفيومي. (1994). *المصباح المنير*. بيروت: دار الكتب العلمية.
- أحمد شعبان، و محمد علي. (2014). *الصكوك الاسلامية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية- مفهومه-أنواعها- آليات التعامل معها -الرقابة عليها – المخاطر و علاجها ودورها التنموي في سبيل تحقيقها*. الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.
- أحمد محمد النجار. (2012). الصكوك الاسلامية مدخل و مفاهيم أولية. *مجلة التمويل الاسلامي مصر*، العدد 1.
- أحمد محي الدين. (1995). *أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي*. المملكة العربية السعودية: جامعة أم القرى.
- بلعزوز بن علي، و محمدي الطيب امحمد. (2008). *دليلك في الاقتصاد*. الجزائر: دار الخلدونية.
- حامد بن حسن ميرة. (2011). *عقود التمويل المستجدة في المصارف الاسلامية – دراسة تأصيلية تطبيقية-*. المملكة العربية السعودية: دار الميامن للنشر و التوزيع الرياض.
- خولة فريز عوض النوباني. (2017). *هيكلة الصكوك*. عمان الاردن: دار النفائس.
- زياد جمال الدماغ. (2012). *الصكوك الاسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية*. عمان الاردن: دار الثقافة للنشر و التوزيع.
- سامر مخيمر، و حجازي خالد. (1996). *أزمة المياه في المنطقة العربية الحقائق و البدائل الممكنة*. الكويت: المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب.
- طارق عبد العال حماد. (2003). *ادارة المخاطر (أفراد -مؤسسات- شركات- بنوك)*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- عبد الستار أبوغدة. (2009). *الصكوك الاسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة*. الشارقة: مجمع الفقه الاسلامي.
- عبد القادر العيفة. (2024). *صكوك التمويل الاسلامي*. سطيف الجزائر: البدر الساطع للطباعة و النشر.

- عبد الكريم أحمد قندوز. (2022). الصكوك : الاطار النظري و التطبيقي. *دراسات معهد التدريب و بناء القدرات صندوق النقد العربي*.
- علي محي الدين، و داغي القرة. (2007). *بحوث في فقه البنوك الاسلامية*. بيروت لبنان: دار البشائر.
- فهد بن بادي المرشدي. (1988). *الصكوك أحكامها و ضوابطها و إشكالاتها دراسة شرعية ونقدية*. الرياض: دار كنوز اشبيليا.
- فؤاد بن حدو. (2023). *قضايا اقتصادية اسلامية معاصرة* (المجلد الجزء الثالث). قسنطينة الجزائر: ألفا للوثائق للنشر و التوزيع.
- فؤاد محمد محيسن. (31 01, 2013). الشركة ذات الغرض الخاص. *مجلة الدراسات المالية و المصرفية*، صفحة العدد 21.
- القري ,م .ع .(07 ,2009) .*الصكوك الاسلامية)التوريق (و تطبيقاتها المعاصرة*موسوعة الاقتصاد و التمويل الاسلامي
- مالك بن أنس. (1951). *الموطأ (02)*. مصر: دار احياء الكتب العربية عيسى البابي الحلبي و شركاؤه.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان. (2005). *أحكام التامل في الأسواق المالية المعاصرة " الطبعة الأولى"* . الرياض السعودية: دار كنوز اشبيليا.
- محمد بن علي القري. (2019). *صكوك التمويل الاسلامية*. الرياض: دار الميمان للنشر.
- محمد محمد دوابة أشرف. (2009). *الصكوك الاسلامية بين النظرية و التطبيق*. مصر: دار السلام للنشر و التوزيع و الترجمة.
- ناصر سليمان. (2006). *علاقة البنوك الاسلامية بالبنوك المركزية في ظل المتغيرات الدولية الحديثة مع دراسة تطبيقية حول علاقة بنك البركة الجزائري ببنك الجزائر*. الجزائر: مكتبة الريام.
- نزيه حماد. (2007). *فقه المعاملات المالية و المصرفية المعاصرة*. دمشق: دار القلم.
- هشام أحمد عبد الحي. (2010). *الصناديق و الصكوك الاستثمارية الاسلامية دراسة تطبيقية و فقهية*. الاسكندرية مصر: منشأة المعارف للنشر.

- هشام بن عبد العزيز بنون. (2022). دور الصكوك الاسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في السوق المالية. *المجلة الدولية لنشر البحوث و الدراسات*.

- هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية. (2017). *المعايير الشرعية*. البحرين: مكتبة الملك فهد الوطنية.

2.1.5 المطبوعات الجامعية

- نورين بومدين. (2020-2021). محاضرات في الهندسة المالية. *مطبوعة جامعية*. شلف، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير: جامعة حسيبة بن بوعلي.

3.1.5 الأطروحات و الرسائل الجامعية

❖ الأطروحات الجامعية

- أحمد بلخير. (2018). صكوك الإستصناع و تطبيقاتها المعاصرة. *أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاسلامية*. الجزائر، باتنة: جامعة الحاج لخضر.

- بن قايد شيخ. (2020). دور الصكوك الاسلامية في تطوير التمويل الإسلامي و تحقيق التنمية الإقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017). *أطروحة دكتوراه*. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية: جامعة غرداية.

- بوكساني رشيد. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها. *رسالة لنيل شهادة دكتوراه*، 280. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادة و علوم التسيير و العلوم التجارية.

- حمليل نوارة. (2014). النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية. *أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم*. الجزائر، كلية الحقوق: جامعة مولود معمري تيزي وزو.

- رميتة حبيبة. (2022). متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري- دراسة استشرافية. *(أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه تخصص مالية و بنوك)*. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، أم البواقي: جامعة العربي بن مهيدي.

- سعود بن ملوح العنزي. (2010). الصكوك الاسلامية ضوابطها و تطبيقاتها المعاصرة. الاردن: كلية الدراسات العليا أطروحة دكتوراه.

- عصام حنفي موسى. (1995). صكوك التمويل و الاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة. *(رسالة دكتوراه)*. القاهرة مصر: كلية الحقوق.

- ملاك سلوى. (2023). الصكوك الاسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية. *أطروحة دكتوراه*. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجرية: جامعة محمد البشير الابراهيمي برج بوعريريج.

- مونية سلطان. (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الإقتصاد الوطني" دراسة حالة بورصة ماليزيا". *أطروحة دكتوراه*. بسكرة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية: جامعة محمد خيضر.

❖ **الرسائل الجامعية:**

- أسامة عبد الحليم الجورية. (2009). *صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد (مذكرة مقدمة شهادة لنيل درجة ماجستير في الدراسات الاسلامية)*. بيروت: معهد الدعوة الجامعي للدراسات الاسلامية.

- ربيعة بن زيد. (2012). *الصكوك الاسلامية و ادارة مخاطرها- دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للاوراق المالية للفترة (2005-2010) مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير*. ورقلة: كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح.

- سالم احمد الكوشلي. (2016). استراتيجية المصرف في تفعيل تداول الصكوك الاسلامية دراسة ميدانية (بنك معاملات اندونيسيا بجاكرتا) – رسالة ماجستير. *رسالة ماجستير*. اندونيسيا: جامعة مولانا مالك ابراهيم الاسلامية الحكومية مالانج.

- عبد الحميد فيجل. (2015). تقييم دور الصكوك الاسلامية في تطوير السوق الاسلامي لرأس المال(التجربة الماليزية نموذجا). *رسالة ماجيستير تخصص الاسواق المالية و البورصات*. الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية: جامعة محمد خيضر بسكرة.

- زهرة علي محمد بني عامر. (2008). التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية الصكوك. *رسالة ماجستير*. اليرموك، الاقتصاد و المصارف الاسلامية: كلية الشريعة و الدراسات الاسلامية.

4.1.5 البحوث و التظاهرات العلمية

❖ **المؤتمرات و الملتقيات**

- أمل خيري، و أمين محمد. (02, 2022). منصات إصدار الصكوك الذكية بواسطة تقنية سلاسل الكتل لتمويل المنشآت الصغيرة و المتوسطة في المملكة العربية السعودية ، الفرص و التحديات. *بحث مشارك في برنامج دعم الابحاث في المالية الاسلامية*. المملكة العربية السعودية: ساما البنك المركزي السعودي.

- أميرة حشيش، و يونس شعيب. (2021). آليات إدماج الصكوك الاسلامية في بورصة الجزائر في ظل التحديات التي تواجهها، . *ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الوطني حول المالية الاسلامية "الواقع، التحديات و لأفاق-دراسة حالة الجزائر*. عنابة.

- الطاهر شليحي. (15 08, 2012). تأهيل الموارد البشرية في المؤسسات المالية الاسلامية. *مجلة التراث*.

- بن يونس حسين. (2017). هندسة الصكوك الوقفية. *المؤتمر الاسلامي لأوقاف*. مكة المكرمة.

- حسين بن يونس. (2014). دراسة مبدئية لأول مزرعة وقفية، آلية الاستثمار الخيري في نيوزيلاندا في مجال الاضاحي و الاغاثة.

- حسين حامد حسان. (2003). *صكوك الاستثمار الاسلامي*. البحرين: بحث مقدم لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية.

- حسين حامد حسان. (2009). صكوك الاستثمار الاسلامي. *الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الاسلامي العالمي*، (صفحة 16). امارة الشارقة الامارات العربية المتحدة.

- حسين حسين شحاتة. (2010). ادارة السيولة في المصارف الاسلامية الكمعايير و الادوات. *الدورة العشرين للمجمع الفقهي الاسلامي* (صفحة 34). مكة - السعودية: رابطة العالم الاسلامي.

- شوقي أحمد دنيا. (2010). إدارة السيولة في المصرف الاسلامي. *الدورة العشرين لمجمع الفقه الاسلامي* (الصفحات 10-11). مكة - السعودية: رابطة العالم الاسلامي.

- شوقي أحمد دنيا. (2010). إدارة السيولة في المصرف الاسلامي. *الدورة العشرين لمجمع الفقه الاسلامي* (الصفحات 10-11). مكة - السعودية: رابطة العالم الاسلامي.

- صالح صالحي. (18-19-20 أفريل, 2010). أدوات السياسة النقدية و المالية و الملائمة لترشيد الدور الصيرفة الاسلامية. *الندوة العلمية الدولية حول حول : الخدمات المالية و ادارة المخاطر في المصارف الاسلامية*. سطيف: جامعة فرحات عباس.

- صفية أحمد أبوبكر. (2009). الصكوك الاسلامية. *مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول* (صفحة 09). دبي: دائرة الشؤون الاسلامية و العمل الخيري.

- عبد الله يوسف الحجي، و وليد الشايجي. (2005). صكوك الاستثمار الشرعية. *المؤتمر الرابع عشر*. الامارات العربية المتحدة: كلية الشريعة و القانون.

- عبد الملك منصور. (2009). العمل بالصكوك الاستثمارية الاسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة الى تشريعات جديدة. *مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول* (صفحة 38). دبي: دائرة الشؤون الاسلامية و العمل الخيري.

- عناني سفيان، و فؤاد بن حدو . (2024). الصكوك السيادية وَ دورها فِي تَمْوِيلِ عجز الْمُوَازَنَةُ العامة دراسة حالة الصكوك السيادية المصرية. *سوق رأس المال الاسلامي في الجزائر : تحديات الواقع و المتطليات الشرعية و التنظيمية* (مؤتمر تيبازة الدولي للمالية الاسلامية). تيبازة: مخبر الدراسات في المالية لاسلامية و التنمية المستدامة.

- لقوي سعيدة، و مصطفى بوزيان . (04 12, 2023). واقع أداء بورصة الجزائر بين التحديات و الأفاق المستقبلية. *مداخلة مقدمة للملتقى الوطني حول " آليات تفعيل و ترقية بورصة الجزائر إلى مصاف الأسواق الناشئة (الواقع و التحديات)*. الجزائر، اكلية العلوم الإقتصادية، آفلو: المركز الجامعي.

- معطى الله خير الدين، و شرياق رفيق. (2012). الصكوك الاسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية. *الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الاسلامي* (صفحة 248). قالمة: المدرسة العليا للتجارة و المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب.

- نادية أمين محمد علي. (2009). صكوك الاستثمار الشرعية ، خصائصها و أنواعها. *المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر* (صفحة 983). 2009: الامارات العربية المتحدة.

- وليد الشايجي، و عبدالله يوسف الحجي. (2005). صكوك الاستثمار الشرعية. *المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر مؤسسات المالية الاسلامية معالم الواقع و آفاق المستقبل* (صفحة 928). دبي: غرفة التجارة و الصناعة.

- وليد خالد الشايجي، و عبد الله يوسف الحجي. (2005). صكوك الاستثمار الشرعية. *المؤتمر العلمي الرابع عشر " المؤسسات المالية الاسلامية معالم و آفاق* (الصفحات 907-908). الامارات العربية المتحدة: كلية الشريعة و القانون.

- وليد عوجان. (2015). الصكوك الاسلامية و تطبيقاتها المعاصرة. *منتدى فقه الاقتصاد الاسلامي* (صفحة 40). دبي: دائرة الشؤون الاسلامية و العمل الخيري.

- يوسف الشبيلي. (2012). أدوات إدارة مخاطر السيولة و بدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الاسلامية. *المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية*، (صفحة 02). المنامة – البحرين: هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية.

- يوسف الشبيلي. (2012). أدوات إدارة مخاطر السيولة و بدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الاسلامية. *المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية*، (صفحة 02). المنامة – البحرين: هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية.

❖ **الندوات و الدورات**

- بن حدو فؤاد. (26 06, 2025). واقع الصيرفة الاسلامية في البنوك العمومية. *الندوة العلمية الدكتورالية*. غليزان، كليةالعلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير: جامعة أحمد زبانة.

❖ **المجلات العلمية**

- ابراهيم شيخ التهامي، رزيق، و رزيق كمال. (01 01, 2019). أهمية الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات المستدامة – الصكوك الخضراء نموذجا–. *مجلة الاقتصاد الجديد*.
- أبوبكر حوات، و حمزة ضويفي. (2023). متطلبات التوجه نحو اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر. *مجلة شعاع للدراسات*.
- أحمد محمد النجار. (2012). الصكوك الاسلامية مدخل و مفاهيم أولية. *مجلة التمويل الاسلامي مصر*، العدد 1.
- أحمد مهدي بلوافي، و شاشي عبد القادر حسين. (2011). التمويل الاسلامي في بريطانيا –الفرص و التحديات. *مجلة جامعة الملك عبد العزيز*.
- أشرف محمد دوابة. (2024). نحو تصور مقترح لحوكمة الصكوك الاسلامية. *مجلة رؤى إقتصادية*.
- آمال بن فلامي، و حميدة أوكيل. (2022). متطلبات اعتماد الصكوك الاسلامية في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية". *مجلة التنمية و الاستشراف للبحوث و الدراسات*.
- أمال ينون، و بوعظم كمال. (2016). تحلية مياه البحر في الجزائر بين توفير مياه الشرب و حماية البيئة خلال الفترة 2005-2015. *مجلة الباحث*.
- أمانة هيئة الفتوى و الرقابة الشرعية. (2014). معيار سوق دبي للاصدار و تملك و تداول الصكوك. *سوق دبي المالي*، 14.
- براضية حكيم. (12, 2016). دور الصكوك الاسلامية الحكومية في ادارة السيولة و تمويل الموازنة العامية "دراسة تجربة السودان :2008-2015". *المعيار*.

- براق محمد، و فيجل عبد الحميد. (15 06, 2018). المتطلبات التشريعية و التنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية اسلامية –ل حالة سوق الأسهم السعودية و امكانية استفادة بورصة الجزائر منها–. *مجلة المعيار*.

- بلخير أحمد. (06 09, 2020). متطلبات تطبيق الصكوك الاسلامية في الاقتصاد الجزائري. *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية*، صفحة 277.

- بن جميل هناء. (2025). المفاضلة بين آليتي التوريق المصرفي و التصكيك الاسلامي في ظل الاقتصاد الرقمي. *مجلة الباحث الإقتصادي*.

- بن زارع حياة، و عبد الحميد عائشة. (أفريل, 2020). تحديات اصدار الصكوك الاسلامية في الجزائر. *مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية*، صفحة 111.

- بن عيسى منير، و سمية موري. (20 03, 2022). التكنولوجيا المالية الاسلامية –ثورة التمويل الرقمي– التجربة الماليزية–. *دراسات اقتصادية*، صفحة 283.

- بولحية الطيب، و عبد الغاني محلق. (2020). مساهمة مجلس التعاون لدول الخليج العربية في إصدار الصكوك الإسلامية محليا و عالميا. *مجلة التنمية و الاستشراف*.

- حجاج عبد الكريم، و شنيخر عبد الوهاب. (06, 2022). مشاريع تحلية المياه كخيار استراتيجي لتحقيق التنمية المستدامة للموارد المائية. *مجلة العلوم الانسانية لجامعة ام البواقي*.

- رفيقة باشا. (2022). واقع الصكوك الاسلامية كآلية تمويل حديثة على ضوء التجارب العربية–تجربة السودان و الامارات. *مجلة الاقتصاد و التنمية المستدامة*،.

- زكية بوستة، و فطيمة الزهرة نوي. (ديسمبر, 2018). الضوابط الشرعية لإصدار و تداول الصكوك المالية الاسلامية بين التنظير و التطبيق. *مجلة الاقتصاديات المالية البنكية و ادارة الاعمال جامعة بسكرة*.

- سحر احمد، و يوسف حسن. (2022). دور الصكوك السيادية في الحد من تفاقم الدين العام المصري. *المجلة العلمية للبحوث و الدراسات التجارية جامعة الازهر مصر*، صفحة 895.

- سفيان خوجة علامة، و مريم قايد. (2022). الصكوك الوقفية و أهمية إدماجها في الاقتصاد الجزائري مع الاشارة الى التجربة النيوزيلاندية. *كلية الشريعة و الاقتصاد قسنطينة*، 10–12.

- سلوى ملاك، و لحلو بوخاري. (12 07, 2021). تفعيل التعامل بالصكوك الاسلامية في الجزائر في ظل نظام الصيرفة الاسلامية. *مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبية*.

- شركة رساميل. (2008). 5عناصر لمرحلة تقييم اصدار الصكوك. *يومية جريدة قبس الكويتية*، العدد 12580.
- شليق رابح، و بن قايد الشيخ. (06, 2018). دور المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الاسلامية في تطوير الصكوك الاسلامية. *مجلة المنتدى للدراسات و الابحاث الإقتصادية*.
- شهرا زاد نشاشدة. (2022). تجارب عربية و دولية عن تطور استخدام الصكوك السيادية. *مجلة الإبداع*.
- صارة زعيتري، و نورة زيان. (2020). واقع اصدار و تداول الصكوك الاسلامية – التجربة الماليزية نموذجا-. *مجلة الميدان للعلوم الانسانية*.
- عبد الستار أبوغدة. (2009). *الصكوك الاسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة*. الشارقة: مجمع الفقه الاسلامي.
- عبد الغاني محلق، و الطيب بولحية. (01 03, 2021). الصكوك الاسلامية بديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر على ضوء التجربة الاماراتية. *مجلة الدراسات المالية و المحاسبية و الادارية*، صفحة 432.
- عبد الفتاح ممدوح. (01 12, 2015). متطلبات إصدار و تداول و اطفاء الصكوك الاسلامية في بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*.
- عبد القادر خداوي مصطفى، منية خليفة ، و خالد لجدل. (2018). استخدام الصكوك الاسلامية في الاستثمار و في تمويل مشاريع التنمية. *مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية*.
- عبد القادر زيتوني. (2024). سوق الصكوك الاسلامية بين دوافع النمو و عوامل المحدودية. *مجلة دراسات في المالية الاسلامية و التنمية*.
- عبد الكريم زردالي، و أمينة بن جدو. (2021). الصكوك الذكية الخضراء باستخدام تكنولوجيا البلوك تشين. *مجلة أبعاد إقتصادية*.
- عرابي نجاة، و مصطفى رديف . (2025). الصكوك الاسلامية و دورها في الرفع من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية – دراسة تحليلية للسوق المالية السعودية-. *مجلة الاستراتيجية و التنمية*.
- علي محمد الموسى، و سيلا مادوغي. (ديسمبر, 2016). الصكوك الاستثمارية : مفهومها ، نشأتها ، مخاطرها ، ضوابطها. *مجلة جامعة الشارقة*، الصفحات 71-72.
- عمروش بهية. (2022). واقع صناعة الصكوك الاسلامية في ظل التطورات الراهنة. *مجلة دراسات اقتصادية*.

- عناني سفيان، و بن حدو فؤاد. (05 12, 2024). صكوك الاستصناع الاسلامية و إستشراف تطبيقها من طرف المؤسسة الوطنية للترقية العقارية. *مجلة المعيار جامعة تيسيمسيلت*، صفحة 499.

- عويس أمين، و جمال معتوق. (2019). تقييم تجربة اصدار الصكوك في العالم دراسة مقارنة بين المملكة العربية السعودية و ماليزيا. *مجلة اسرا الدولية للمالية الاسلامية*.

- غربي حمزة، و جبلاحي وفاء. (03, 2018). الصكوك الاسلامية ، أنواعها و إدارة مخاطرها. *مجلة التنمية و الاقتصاد التطبيقي جامعة المسيلة*، صفحة 142.

- غرداوي فاتح، و عماد غزازي . (2024). اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في سوق الأوراق المالية –تحديات و متطلبات نجاحها في الجزائر. *مجلة إقتصاد المال و الأعمال*.

- غويني سمير، و رزيق كمال. (30 06, 2017). مخاطر الصكوك الاسلامية و سبل إدارتها. *مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية جامعة البليدة*، صفحة 67.

- فارس جعفري، و لال الدين محمد أكرم. (يونيو, 2019). التجربة الماليزية في اصدار الصكوك الاسلامية. *مجلة اسرا الدولية للمالية الاسلامية*.

- فاطمة الزهرة قطار، و بلال مسرحد. (23 04, 2023). دور تقنية البلوكشين في تطوير الصناعة المالية الاسلامية (دراسة حالة الصكوك الذكية). *المجلة الجزائرية للعلوم الاجتماعية و الإنسانية*.

- فاطيمة ساجي. (2022). آليات اصدار و تداول الصكوك الاسلامية في سوق الأوراق المالية،. *مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية ،الجزائر*.

- فالح نغميش، و الزبيدي مطر. (2017). الصكوك الاسلامية تطورها و دورها في عمليات التمويل. مجلة *الدنانير*.

- فتيحة موساوي. (12, 2024). تطبيقات تقنية البلوك تشين في الصناعة المالية الاسلامية. *مجلة المعرفة للدراسات و الابحاث*.

- فؤاد محمد محيسن. (31 01, 2013). الشركة ذات الغرض الخاص. *مجلة الدراسات المالية و المصرفية*، صفحة العدد 21.

- كتاف شافية. (2014). أهمية الصكوك الاسلامية في تنشيط الأسواق المالية. *مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية جامعة سطيف*.

- كمال بوعظم، و ينون أمال . (2016). تحلية مياه البحر في الجزائر بين توفير مياه الشرب و حماية البيئة خلال الفترة 2005-2015. *مجلة الباحث*، صفحة 324.

- لزرق فاطمة، و ربيحة نمر. (31 12, 2023). التكنولوجيا المالية الاسلامية و أثرها على تطور الصكوك الاستثمارية الماليزية عرض تجربة الصكوك الرقمية PRIHATIN. *مجلة البحوث في العلوم المالية و المحاسبة*.

- محمد عمر جاسر. (جانفي, 2021). تجارب اصدار الصكوك في الدول المختلفة. *مجلة الدراسات المالية و المصرفية الاردن*، صفحة عدد 21.

- محمد فضل عبد الكريم. (08, 2015). التمويل الاسلامي في المملكة العربية السعودية الفرص التحديات. *مجلة البحوث و الدراسات الشرعية*.

- محمد لخضر بوساحة، زينب فيلالي، و محمد عبد الوهاب شاني. (2023). واقع الصكوك الاسلامية في ماليزيا و آفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها. *مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية تيسيمسلت*، 54-55.

- هشام بن عبد العزيز بنون. (2022). دور الصكوك الاسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في السوق المالية. *المجلة الدولية لنشر البحوث و الدراسات*.

- يوسف تبري. (2015). الصكوك الاسلامية مخاطرها و آليات معالجتها. *مجلة الاقتصاد الجديد*.

5.1.5 منشورات و بحوث الهيئات الرسمية

- IFSB . (2009). *متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، و التصكيك ، و الاستثمارات العقارية* . تاريخ الاسترداد 01 04, 2025، من موسوعة الاقتصاد و التمويل الاسلامي: https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/%D9%85%D8%AA%D8%B7%D9%84%D8%A8%D8%A7%D8%AA-%D9%83%D9%81%D8%A7%D9%8A%D8%A9-%D8%B1%D8%A3%D8%B3-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84-%D9%84%D9%84%D8%B5%D9%83%D9%88%D9%83-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%B5%D9%83%D9%8A%D9%8

- البنك الاسلامي للتنمية. *Kicks Off Development of a Smart Stabilization System Prototype*(16 10, 2023).. تاريخ الاسترداد 30 11, 2025، من

https://www.isdb.org/news/isdbi-kicks-off-development-of-a-smart-stabilization-system-prototype

- *بنك إنجلترا BOE التاريخ والهيكلة والوظائف – BOE AvaTrade التاريخ والهيكلة والوظائف – AvaTrade*. تاريخ الاسترداد 05 08, 2025، من https://www.avatradear.com/education/economic-indicators/central-banks/boe

- دار المالية. (بلا تاريخ). *مؤسسة النقد العربي السعودي*. تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من https://www.derayah.com/AR/Secure/learningportal/sama.html

- سفيان حشيفة. (12 03, 2025). *وكالة الانباء الجزائرية*. تاريخ الاسترداد 03 09, 2025، من انجاز مصانع تحلية مياه البحر : رؤية استشرافية للجزائر لتعزيز أمنها المائي: https://www.aps.dz/ar/economie/176979-2025-03-12-16-44-06

- *شركة تسيير بورصة القيم* SGBV (بلا تاريخ). *شركة تسيير بورصة القيم*. تاريخ الاسترداد 18 08, 2025، من https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique

- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتهاCOSOB تاريخ الاسترداد 18 08, 2025، من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: https://cosob.dz

- المجلس الاستشاري للشريعة في الهيئة التنظيمية الماليزية https://ar.cointelegraph.com/news/malaysian-regulators-shariah-advisory-council-allows-digital-asset-trading

- *المجلس الإسلامي الأعلى* تاريخ الاسترداد 19 08, 2025، من https://www.elmadjlis-hci.dz/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%BA%D8%B1%D9%8A%D9%81-%D8%A8%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AC%D9%84%D8%B3

- *مجلس الخدمات المالية الاسلامية IFSB* . تاريخ الاسترداد 18 06, 2025، من IFSB: https://www.ifsb.org/ar

- *مجموعة البنك الاسلامي* تاريخ الاسترداد 21 06, 2025، من ISDB: https://www.isdb.org/ar/mjmwt-albnk-alaslamy-lltnmyt

- *المديرية العامة للخزينة و المحاسبة – الجزائر – وزارة المالية*. تاريخ الاسترداد 19 08, 2025، من https://www.mf.gov.dz/index.php/ar/services-ar/impots-ar-2
- المراعي. (2024). *المراعي Almarai*. تاريخ الاسترداد 13 07, 2025، من almarai annual report2024: https://annualreport.almarai.com/ar/download-center.html
- *المركز الاسلامي الدولي للصلح و التحكيم* (بلا تاريخ). *المركز الاسلامي الدوليللصلح و التحكيم*. تاريخ الاسترداد 21 06, 2025، من 2025: https://iicra.com/ar IICRA
- مركز التواصل و المعرفة المالية. (بلا تاريخ). *السوق المالية السعوية*. تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من https://cfkc.gov.sa/knowledgelibrary/Reportlib/Report.pdf
- المركز الوطني لإدارة الدين (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من https://ndmc.gov.sa/Pages/default.aspx
- المركز الوطني للتنافسية. (2024). *ابرز الاصلاحات التنظيمية و التشريعية بالمملكة العربية السعودية*. تاريخ الاسترداد 03 08, 2025، من https://www.ncc.gov.sa/ar/Reforms/Pages/reform_005.aspx
- مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي. (2024). *مصرف الامارات العربية المتحدة لسنة 2024*. تاريخ الاسترداد 12 07, 2025، من التقرير السنوي لسنة 2024: https://www.centralbank.ae/media/hoijvsdt/2024-ar-annualreport.pdf
- مؤسسة أصالة للدراسات والاستشارات الشرعية. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من https://assala-alg.net/%D8%AA%D8%B9%D8%B1%D9%8A%D9%81-%D8%A8%D9%87%D9%8A%D8%A6%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D8%AA%D8%B4%D8%A7%D8%B1%D8%A7%D8%AA-/%D8%A7%D9%84%D8%B4%D8%B1%D8%B9%D9%8A%D8%A9
- *هارفارد بزنس ريفيو*. من شرح معنى الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف . تاريخ الاسترداد 21 06, 2025، من شرح معنى الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف (:IIRA) https://hbrarabic.com/%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%81%D8%A7%D9%87%D9%8A%D9%85-

%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%AF%D8%A7%D8%B1%D9%8A%D8%A9/%D8%A7%D9%84%D9%88%D9%83%D8%A7%D9%84%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D9%8A

- هيئة السوق المالية. (04, 2024). *التوجهات الاستراتيجية لتطوير سوق الصكوك و أدوات الدين*. تاريخ الاسترداد 18 07, 2025، من https://cma.org.sa/ResearchAndReports/Documents/The_Document_for_the_Strategic_Directions_to_Develop_Sukuk_and_Debt_Capital_Market.pdf
- هيئة السوق المالية. (05 08, 2003). *capital Market authority -CMA*. تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من https://cma.org.sa/Pages/default.aspx
- هيئة السوق المالية. (بلا تاريخ). *نظام*. تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من https://cma.org.sa/Pages/default.aspx
- *هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية* AAIOIFI . (2023). تاريخ الاسترداد 18 06, 2025، من https://aaoifi.com/about-aaoifi
- وزارة التجارة. (2022). *نظام الشركات*. تاريخ الاسترداد 03 08, 2025، من هيئة السوق المالية: https://mc.gov.sa/ar/DO/com-2022.pdf
- وزارة التجارة. (بلا تاريخ). *مجلس المنافسة*. تاريخ الاسترداد 20 08, 2025، من conseil de la concurrence: https://www.commerce.gov.dz/le-conseil-de-la-concurrence
- وزارة المالية الجزائر تاريخ الاسترداد 19 08, 2025، من https://www.mf.gov.dz/index.php/ar/services-ar/impots-ar-2
- الوكالة الوطنية للأنباء. (23 03, 2025). *نحو استحداث مؤسسة وطنية لإنجاز و تسيير محطات تحلية مياه البحر*. تاريخ الاسترداد 09 09, 2025، من https://www.aps.dz/ar/economie/177519-2025-03-22-23-40-01

6.1.5 القوانين و الاوامر و المراسيم الرئاسية

- بنك الجزائر. (02 04, 2020). التعليمة رقم :20-03. *الصيرفة الاسلامية*. الجزائر: بنك الجزائر.
- بنك الجزائر. (04 11, 2018). نظام رقم 18-02. *الصيرفة الاسلامية في الجزائر*. الجزائر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقارطية الشعبية.
- بنك الجزائر. (07 05, 2025). نظام 25-04. *السيولة المستعجلة*. الجزائر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.
- بنك الجزائر. (15 03, 2020). نظام 20-02. *الصيرفة الاسلامية في الجزائر*. الجزائر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.
- بنك الجزائر. (15 04, 2020). نظام رقم 20-03. *الصيرفة الاسلامية*. الجزائر: الجريدة الرسمية للجمهورية الديمقراطية الشعبية.
- قانون 10 لسنة 2013 بشأن إصدار قانون الصكوك الإسلامية
- *قانون 17 لسنة 2018 بتعديل قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992*.
- *قانون المالية 2025*.
- *قانون النقد و القرض 90-10*. (14 04, 1990).
- قانون الأوقاف 25-06 المؤرخ في 19جويلية 2025.
- القانون النقدي و المصرفي 23- 09.
- المادة 04 من القانون 10-01. (29 06, 2010). مهن الخبير المحاسب و محافظ الحسابات و المحاسب المعتمد. *الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية*. الجزائر: وزارة المالية.
- المادة 15 من قانون 90-30. (1990). قانون الأملاك الوطنية. الجزائر: وزارة المالية.
- المرسوم التنفيذي 21- 81. (23 02, 2021). التأمين التكافلي. الجزائر، رئاسة الحكومة: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

7.1.5 التقارير

- *scribd*. (01 06, 2025). تاريخ الاسترداد 29 07, 2025، من قرار رقم 85: https://fr.scribd.com/document/888153892/%D9%82%D8%B1%D8%A7%D8%B1-%D9%88%D8%B2%D9%8A%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%B1%D9%82%D9%85-85-%D8%A5%D8%B5%D8%AF%D8%A7%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%83%D9%88%D9%83-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%8A%D8%A7%
- Tadawul Group. (بلا تاريخ). *تقرير مجموعة تداول السعودية الرقمي لعام 2024*. تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من https://www.tadawulgroup.sa/wps/portal/tadawulgroup/home?locale=ar
- بنك الجزائر. (2024). *التقرير اللسنوي 2023*. الجزائر.
- بنك الجزائر. (جوان 2024). *التقرير السنوي للتطور الاقتصادي و النقدي*. الجزائر: وزارة المالية.
- بنك السودان المركزي. (2024). *تقرير تطورات الاقتصاد السوداني للعام 2023*. السودان.
- موقع مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي. (2024). *مصرف الامارات العربية المتحدة لسنة 2024*. تاريخ الاسترداد 12 07, 2025، من التقرير السنوي لسنة 2024: https://www.centralbank.ae/media/hoijvsdt/2024-ar-annualreport.pdf
- الهيئة العامة للزكاة و الدخل المملكة العربية السعودية. (2019). *قرار رقم 2218 المتعلق بضوابط تحمل الدولة الزكاة و ضريبة الدخل المترتبة على الاستثمار في الصكوك و السندات الحكومية*. المملكة العربية السعودية.

8.1.5 مواقع الانترنت

- **موقع *هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية***: https://aaoifi.com/about-aaoifi
- **موقع *بنك إنجلترا*** : https://www. central-banks/boe
- **موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها COSOB**: https://cosob.dz

- موقع *تنظيم الادارة المركزية في وزارة المالية*: https://www.dgfp.gov.dz
- موقع *هارفارد بزنس ريفيو*:https://hbrarabic.com
- موقع *المجلس الإسلامي الأعلى*: https://www.elmadjlis-hci.dz
- موقع *المركز الاسلامي الدولي للصلح و التحكيم* **IICRA** : https://iicra.com/ar
- موقع *مجموعة البنك الاسلامي***ISDB**: https://www.isdb.org
- موقع *مجلس الخدمات المالية الاسلامية IFSB*:https://www.ifsb.org/ar
- موقع *المديرية العامة للخزينة و المحاسبة:* https://www.mf.gov.dz
- موقع *شركة تسيير بورصة القيم* **SGBV**: https://www.sgbv.dz
- موقع المركز الوطني لإدارة الدين: https://ndmc.gov.sa
- موقع البنك الاسلامي للتنمية: https://www.isdb.org:
- موقع المركز الوطني للتنافسية *بالمملكة العربية السعودية:* https://www.ncc.gov.sa/ar
- موقع الوكالة الوطنية للأنباء: https://www.aps.dz
- موقع شركة المراعي: *Almarai*https://annualreport.almarai.com
- موقع *مؤسسة النقد العربي السعودي*: https://www.derayah.com
- موقع مؤسسة أصالة للدراسات والاستشارات الشرعية: https://assala-alg.net
- موقع مركز التواصل و المعرفة المالية: https://cfkc.gov.sa
- موقع مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي: – https://www.centralbank.ae
- موقع وزارة المالية : https://www.mf.gov.dz
- موقع *وزارة الشؤون الدينية و الأوقاف*: https://marw.gov.dz

- **موقع وزارة التجارة**: https://mc.gov.sa
- **موقع *مجلس المنافسة***: https://www.commerce.gov.dz/le-conseil-de-la-concurrence
- **موقع هيئة السوق المالية*CMA***: https://cma.org.sa
- **موقع بنك الجزائر**: https://www.bank-of-algeria.dz/ar
- **موقع *مجموعة تداول السعودية* Tadawul Group**: https://www.tadawulgroup.sa
- **موقع *دزاير* *Tube* *جريدة و قناة الكترونية***: https://www.dzair-tube.dz –
- **موقع *scribd***: https://fr.scribd.com
- **موقع الإذاعة الجزائرية**: https://news.radioalgerie.dz
- **موقع العربية**: https://www.alarabiya.net
- **موقع *صكوك الجزائر***:https://sukuk.mf.gov.dz

مواقع أخرى :

- alahilicapital. (بلا تاريخ). *نظام السوق المالي و لوائحه التنفيذية*. تاريخ الاسترداد 03 08, 2025، من https://www.alahlicapital.com/PublishedDocuments/cma/CML_Ar.pdf
- Hana Saada. (20 02, 2025). *دزاير Tube جريدة و قناة الكترونية*. تاريخ الاسترداد 10 09, 2025، من s Water Future: 's Bold Strategy to Secure Algeria'President Tebboune Major Seawater Desalination Projects Propel the Nation Toward: https://www.dzair-tube.dz/en/president-tebbounes-bold-strategy-to-secure-algerias-water-future-major-seawater-desalination-projects-propel-/the-nation-toward-water-sovereignty
- mf.gov.dz. (21 06, 2023). *القانون النقدي و المصرفي 23- 09*. تاريخ الاسترداد 07 06, 2025، من https://www.mf.gov.dz/index.php/ar/activites-ar/1228-loi-n-23-09-du-21-juin-2023-portant-loi-monetaire-et-bancaire-2

- mf.gov.dz. (24 11, 2024). *قانون المالية 2025*. تاريخ الاسترداد 06 06, 2025، من https://www.mf.gov.dz/index.php/ar/documentation-ar/textes-officiels-ar/lois-de-finances-ar
- Mohammed mocharraf. (09 07, 2020). *contelegraph*. تاريخ الاسترداد 02 08, 2025، من المجلس الاستشاري للشريعة في الهيئة التنظيمية الماليزية ...: https://ar.cointelegraph.com/news/malaysian-regulators-shariah-advisory-council-allows-digital-asset-trading
- Sadany Khalifa. (14 05, 2020). *قانون 17 لسنة 2018 بتعديل قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992*. تاريخ الاسترداد 10 08, 2025، من https://sadanykhalifa.com/ar/section-data/%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%2017%20%D9%84%D8%B3%D9%86%D8%A9%202018%20%D8%A8%D8%AA%D8%B9%D8%AF%D9%8A%D9%84%20%D9%82%D8%A7%D9%86%D9%88%D9%86%20%D8%B3%D9%88%D9%82%20%D8%B1%D8%A3%D8%B3%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9
- Sukuk Capita. (2025). *صكوك Sukuk Capital*. تاريخ الاسترداد 11 06, 2025، من https://sukuk.sa/investor/
- sukuk.mf.gov.dz. (2026). *صكوك الجزائر*. تاريخ الاسترداد 06 03, 2026، من الصكوك السيادية إجارة: https://sukuk.mf.gov.dz/
- *Wikipedia* . (2025). تاريخ الاسترداد 09 08, 2025، من الهيئة العامة للرقابة المالية (مصر): https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A7%D9%84%D9%87%D9%8A%D8%A6%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%85%D8%A9_%D9%84%D9%84%D8%B1%D9%82%D8%A7%D8%A8%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9_(%D9%85%D8%B5%D8%B1)

- أحمدعصام السيد. (11 05, 2013). *منتدى المستشار أحمدعصام السيد*. تاريخ الاسترداد 05 07, 2025، من قانون 10 لسنة 2013 بشأن إصدار قانون الصكوك الإسلامية: https://lawer2004.ahlamontada.com/t527-topic

- أرقام. (02 09, 2019). *ما هو الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات؟* تاريخ الاسترداد 02 09, 2025، من https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/491368?utm_source=chatgpt.com

- بن حدو فؤاد. (12 04, 2025). *youtube*. تاريخ الاسترداد 14 04, 2025، من نادي الاقتصاد الاسلامي: https://www.youtube.com/watch?v=rcwtmKdsMRg

- بن زيد ربيعة، و سليمان ناصر. (2014). *الصكوك الاسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية و مدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر*. تاريخ الاسترداد 01 06, 2025، من google scholer: hl=fr&https://scholar.google.fr/citations?user=B4oYP1IAAAAJ

- حسان حامد حسين. (2020). *hussein hamed*. تاريخ الاسترداد 05 04, 2025، من الصكوك الاسلامية خصائصها و أنواعها – ضوابط اصدارها و آليات تداولها و أساليب استخدامها كبديل تمويل شرعي: https://www.hussein-hamed.com/w/eHotline

- سفيان حشيفة. (12 03, 2025). *وكالة الانباء الجزائرية*. تاريخ الاسترداد 03 09, 2025، من انجاز مصانع تحلية مياه البحر : رؤية استشرافية للجزائر لتعزيز أمنها المائي: https://www.aps.dz/ar/economie/176979-2025-03-12-16-44-06

- شكيب عليوان. (25 08, 2025). *الحياة DZ*. تاريخ الاسترداد 26 08, 2025، من إقتصاد: https://elhayat.dz/%d8%a5%d8%b5%d9%84%d8%a7%d8%ad%d8%a7%d8%aa-%d9%83%d8%a8%d8%b1%d9%89-%d9%81%d9%8a-%d8%a7%d9%84%d8%b3%d9%88%d9%82-%d8%a7%d9%84%d9%85%d8%a7%d9%84%d9%8a-/%d8%a7%d9%84%d8%ac%d8%b2%d8%a7%d8%a6%d8%b1%d9%8a/

- عبد الله المصري. (26 10, 2015). *اضاءات*. تاريخ الاسترداد 09 08, 2025، من الصكوك الاسلامية على طاولة سياسة الانقاذ للإقتصاد المصري: https://www.ida2at.com/islamic-instruments-on-rescue-policies-table-of-egyptian-economy/

- عجيل جاسم النشمي. (بلا تاريخ). *التوريق و التصكيك و تطبيقاتهما*. تاريخ الاسترداد 18 02, 2025، من جامع الكتب الاسلامية:
&page=2&https://ketabonline.com/ar/books/15042/read?part=1
index=1928550

- عدل قاف. (بلا تاريخ). *الفرق بين الصك الالكتروني و الورقي*. تاريخ الاسترداد 11 11, 2025، من 2025:
https://adelqaff.com/blog/ar/%D9%85%D8%A7-
%D8%A7%D9%84%D9%81%D8%B1%D9%82-
%D8%A8%D9%8A%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%83-
%D8%A7%D9%84%D8%A5%D9%84%D9%83%D8%AA%D8%B1%D9%88
%D9%86%D9%8A-%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%83-
%D8%A7%D9%84%D9%88%D8%B1%D9%82%D9%8A-%D9%83%D9

- محمد بوجلال. (09 04, 2020). *الظروف مهيأة لاجل انطلاقة سليمة للصناعة المالية الإسلامية*. تاريخ الاسترداد 19 08, 2025، من النصر:
https://www.annasronline.com/%D8%A7%D9%84%D8%AD%D8%AF%D8
%AB/%D8%A3%D8%AE%D8%A8%D8%A7%D8%B1-
%D9%88%D8%B7%D9%86%D9%8A%D8%A9/147183-2020-04-09-09-
49-31?utm_source=chatgpt.com

- محمد تقي العثماني. (04, 2014). *الصكوك و تطبيقاتها المعاصرة*. تاريخ الاسترداد 19 02, 2025، من موسوعة الاقتصاد و التمويل الاسلامي: https://iefpedia.com/arab/wp-
content/uploads/2014/04/%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%83%D9%88%D
9%83-
%D9%88%D8%AA%D8%B7%D8%A8%D9%8A%D9%82%D8%A7%D8%A
A%D9%87%D8%A7-
%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B9%D8%A7%D8%B5%D8%B1%D8%A9
-%D9%85%D8%AD%D9%85%D8%AF-%D8%AA%D9%82%D9%8A-
%D8%A7%D9%8

- منير ماهر الشاطر، و الشاطر عمر عبد الرحيم . (04, 2020). *موسوعة الاقتصاد و التمويل الاسلامي*. تاريخ الاسترداد 05 07, 2025، من واقع التمويل الاسلامي في اليابان" الصكوك نموذجا"، مجلة بيت المشورة،: https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2020/07/%D9%88%D8%A7%D9%82%D8%B9-%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A7%D8%A8%D8%A7%D9%86-%D8%A7%D9%84%D8%B5%D9%83%D9%

- نادية جودة. (08, 2017). *الأسواق المالية الاسلامية*. تاريخ الاسترداد 18 06, 2025، من موسوعة الاقتصاد الاسلامي: https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2017/08/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D9%86%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9-%D8%AC%D9%88%D8%AF%D8%A9.pdf

- نجلاء بنت محمد البقمي. (2013). *مخاطر الصكوك و آليات التحوط منها مع دراسة تطبيقية لصكوك متعثرة*. تاريخ الاسترداد 14 04, 2025، من https://books.google.dz/books?id=mWvaAgAAQBAJ&printsec=frontcover&q&cad=0#v=onepage&source=gbs_ge_summary_r&hl=fr&f=false

- هاني الحوتي. (19 12, 2022). *اليوم السابع*. تاريخ الاسترداد 09 08, 2025، من الرقابة المالية تحدد مهام اللجنة المركزية للرقابة الشرعية على الصكوك الإسلامية: https://www.youm7.com/story/2022/12/19/%D8%A7%D9%84%D8%B1%D9%82%D8%A7%D8%A8%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%AA%D8%AD%D8%AF%D8%AF-

%D9%85%D9%87%D8%A7%D9%85-
%D8%A7%D9%84%D9%84%D8%AC%D9%86%D8%A9-
%%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B1%D9%83%D8%B2%D9%8A

- هبة أحمد سليمان، شريف اسماعيل الحلبي، و أبو الدهب سامح عبد المقصود . (2022). *المجلة العربية للإدارة*. تاريخ الاسترداد 07 07, 2025، من تأثير المحددات الاقتصادية على اصدار الصكوك الاسلامية: https://aja.journals.ekb.eg/article_226695.html

- هيام سامي الزعبي. (سبتمبر, 2024). *دور التكنولوجيا المالية في نمو قطاع الخدمات المالية الاسلامية في السوق الاوروبي خدمة INSHA نموذجا –رؤية استشرافية*. تاريخ الاسترداد 08 ماي, 2025، من مركز فقه المعاملات الاسلامية: https://kantakji.com/files/Vol_147_8.pdf

- ويكيبيديا. (14 03, 2025). *تحلية المياه حسب الدولة*. تاريخ الاسترداد 03 09, 2025، من https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%AA%D8%AD%D9%84%D9%8A%D8%A9_%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%8A%D8%A7%D9%87_%D8%AD%D8%B3%D8%A8_%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%88%D9%84%D8%A9

2.5 المراجع باللغة الأجنبية

5.2.1 Books

- guidebook, sukuk. (2009). *dubai_international_financial_centr, (DIFC)*. UAE: DUBAI.

5.2.2 Academic journals

- abdulazeem, A. (2019, april 22). Toward genuine Islamic sukuk. *Munich Personal repec arrchive*.

- Aillane, W. (2019, 02 01). Pricing mechanisms for Sukuk in Malaysia :Comparative Study between Sukuk and Bonds. *Journal of the Economy*, p. 607.

- alam, i., & and others. (2020). Growth of Sukuk and Its Role in the Economic Development of Pakistan. *Singaporean Journal Of business Economics And Management Studies (SJBEM)*.

- Alshamrani, A. (2014). Sukuk Issuance and its Regulatoy Framework in Saudi Arabia. *Journal of Islamic Banking and Finance*, p. 315.
- ALSHARMANI, A. (2014). Sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudia Arabia. *ournal of Islamic Banking and Finance.*
- Bessedik, M., Nadia, B., & Abdebaki, c. (2024, 12). Investigating the long -term economic sustainability and water production costs of desalation plants : A case from study from chatt Hilal in Algeria. *Egyptian Journal of Aquatic Research*.
- chafia, K. (2022). Issuing Islamic Sukuk Internationally :Reality and Challenges. *Journal of Excellence for Economics and Management Research*.
- ghezala and other, m. (2021, 01 31). The Feasibility of Issuing Sukuk under the Current Laws and Regulation in Algeria. *Journal of islam in Asia*, p. 278.
- Hadjer, L. (2024, 06 13). The use of Blockchain Technology in the Development of the Islqmic Financial Market -Case Study: Smart Sukuk. *Thesis Submitted in Candidacy for the Degree of Doctorate in Third Cycle*. University 08 Mai 1945 GUELMA, Algeria.
- Lemhishi, M. F., & Ghaith Mahain, M. (2024). Assessing Libya's First Sukuk :Shariah compliance and financial viability. *ISRA international Journal of Islamic*.
- lemselle, A., & Ahmed, O. (2025). Green Sukuk As A Mechanism For Enhancinf Green Islamic Finance- An analytical Study Of The Green Sukuk Market During The Period (2017-Third Quarter Of 2023. *Elwahat Journal for research and studies.*
- Mechebek, A., & Benslimane, N. (2023). Are sukuk markets weak form efficient ? Evidence from major active Islamic stock market. *Namaa for economic and Trade Jurnal*.
- Najeeb, S. F. (2013). Managing Business and Financial Risks of sukuk : an Isla;ic Risk management Perspective. *journal of islamic business and management*, p. 56.

- Nihad, T., Metarref , A., & Bahloul , l. (2020). The role of Islamic Sukuk in Financing Public Deficit and Infrastructure –Malaysia Project as a Model-. *Abaad Iktissadia Review*.

- Patel, M., & Anubhaw Kumar Suman. (2021). An Introduction to Blockchain Technology and Its Application in Libraries. *Library Philosophy and Practice university of Nebraska - Lincolon*.

- sara, A. (2021, 04 27). Green sukuk as funding Tool for climate change projects -indonesia as a cas study-. *strategy and devlepment Review*, p. 522.

- Selma, B., & Bouafia, S. (2024). Islamic Sukuk as mechanism to develop Islamic banking finance. *journal of Alafak Economic Studies*.

- Sugheyer, B. R., & Ghassan Salim Al Ttalib. (2024, 06 01). Blockcaine Technology and The Future For Islamic Sukuk. *JOURNAL OF ISLAMIC AND RELIGIOUS STUDIES*.

- Zakia, C., & Zaibet , N. (2020, ,,,). The Role of wakf- sukuk in Achieving Financial Sustainability in Waqf Institution s in Algeria: An Analytical Study According to NZ Waqf Sukuk. *Economic and Management Research journal*.

5.2.3 Official publication of institutions

- Bank negara malaysia. (n.d.). Retrieved 08 02, 2025, from https://bnm.gov.my/web/guest/home

- BANK NEGARA MALAYSIA. (n.d.). *Statistik BNM*. Retrieved 07 30, 2025, from islami bankind and takaful: https://www.bnm.gov.my/

- Bank of England. (2017, 09 17). *Islamic banks and central banking*. Retrieved 08 05, 2025, from https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2017/q3/islamic-banks-and-central-banking

- Bank of england. (n.d.). *Bank of England: Home*. Retrieved 08 05, 2025, from https://www.bankofengland.co.uk/

- Bank, S. c. (2021). *saudi arabia islamic finance report*. saudi.

- bixmalaysia. (n.d.). *bix bond+ sukuk information exchange*. Retrieved 07 30, 2025, from https://www.bixmalaysia.com/
- Bursa malaysia. (n.d.). *Bursa malaysia*. Retrieved 08 02, 2025, from https://www.bursamalaysia.com/
- CIBAFI. (2023). *المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية*. Retrieved 06 18, 2025, from CIBAFI: https://www.cibafi.org/default
- COMCEC. (2018). *The Role of sukuk in Islamic Capital Markets*. TURKEY.
- economie.gov.fr. (2025, 01 25). *BERCY INFOS*. Retrieved 05 17, 2025, from Minister de l economie des finances et de la souverainete industrielle numerique: https://www.economie.gouv.fr/entreprises/blockchain-definition-avantage-utilisation-application#la-cha-ne-de-blocs-blockchain-d-_0
- For trade. (2025). *inancial Conduct Authority (FCA) هيئة السلوك المالي (FCA)*. Retrieved 08 05, 2025, from https://www.fortrade.com/ar/glossary/financial-conduct-authority-fca/
- GOV.UK. (2014). *Government issues first Islamic bond*. Retrieved 08 04, 2025, from https://www.gov.uk/government/news/government-issues-first-islamic-bond
- GOV.UK. (2021, 03 25). *UK bolsters Islamic finance offering with second Sukuk*. Retrieved 08 06, 2025, from https://www.gov.uk/government/news/uk-bolsters-islamic-finance-offering-with-second-sukuk
- GOV.UK. (n.d.). *Islamic finance in uk*. Retrieved 08 06, 2025, from Reprts on islamic finance: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a806aaeed915d74e622e547/2015047_Is_Fin_A5_AW_ENG_WEB.pdf
- GOV.UK. (n.d.). *UK Debt Management Office*. Retrieved 08 05, 2025, from https://www.gov.uk/government/organisations/uk-debt-management-office

- ICD. (2024). *From Nihe to Norm.* londre: Islamic Corproration for the Development of the Private Sector-ICD-.
- Islamic Finance Concil UK. (n.d.). *Islamic Finance Council UK: Home*. Retrieved 08 05, 2025, from https://ukifc.com/
- islamic finance foundation. (n.d.). *Legal Frameworks for Sukuk Issuance*. Retrieved 08 06, 2025, from https://www.islamicfinance.com/2015/07/legal-frameworks-sukuk-issuance/
- Securities Commission Malaysia. (n.d.). *Securities Commission Malaysia | Home*. Retrieved from https://www.sc.com.my/
- *The Egyptian Financial Company for Sovereign*. الشركة المصرية المالية للتصكيك السيادي. (2025). *About Us –* Retrieved 08 09, 2025, from https://efcst.net/en/about-us/
- Traders Union. (2025). *saudi sukuk market 2025*. Retrieved 08 03, 2025, from sukuk in saudi arabia a comprehensive overview for 2025: https://tradersunion.com/islamic-investing/are-bonds-halal-or-haram/sukuk-bonds/in-saudi-arabia/
- World Bank Group. (2020). *blockchain smart contracts and islamic*. Retrieved 11 30, 2025, from https://www.worldbank.org/en/search?q=blockchain%20smart%20contracts%20and%20islamic

5.2.4 Rapports

- BOARD, I. F. (2017). *ISLAMIC FINANCIAL SERVICE INDUSTRY STABILITY REPORT*. MALAYSIA: BANK NEGARA.
- Market, I. I. (2024). *IIFM SUKUK REPORT ACOMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET*. 13 EDITION.
- scribd. (2020). *islamic finance report*. Retrieved 08 05, 2025, from https://fr.scribd.com/document/500255796/Islamic-Finance-Report-2020

5.2.5 Websites

- *fastercapital.* (2025, 04 04). Retrieved 05 13, 2025, from https://fastercapital.com/arabpreneur/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D9%87%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AA%D8%B7%D9%88%D8%B1-%D9%84%D9%84%D8%AA%D9%83%D9%86%D9%88%D9%84%D9%88%D8%AC%D9%8A%D8%A7-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9--%D9%85%D8%A7-%D8%AA%D8%AD%

- AMRO. (2024). *malaysia s trategic path to global islamich finance leadership*. Retrieved 08 03, 2025, from https://amro-asia.org/malaysias-strategic-path-to-global-islamic-finance-leadership

- Hamza, O. (2020). *Smart Sukuk Structure From Sharia Perspective and Financing Benefits :Proposed Application of Smart Sukuk through Blockchain Technology in Islamic Banks within Turkey.* Retrieved 05 31, 2025, from surio@unito: https://ojs.unito.it/index.php/EJIF/article/view/3983

- Mckinsey & Company. (2024, 05 28). Retrieved 05 18, 2025, from what is the intenet of Things (LoT): https://www.mckinsey.com/featured-insights/mckinsey-explainers/what-is-the-internet-of-things

- Mordor intilligence. (2025, 06 22). *Islamic Finance size*. Retrieved 08 05, 2025, from https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/global-islamic-finance-market

- Mucci, T. (2024, 04 05). *IBM.* Retrieved 05 18, 2025, from https://www.ibm.com/think/topics/big-data-analytics

- Sadallah, A. A. (2025). *Portail des Revues Scientifiques Marocaines*. Retrieved 07 09, 2025, from Determinants of Sukuk issuance :An Empirical Analysis of financial Market and Governance Indicators in Emerging Economies- Researches and Application in Islamic finance: https://revues.imist.ma/index.php/RAFI/article/view/52701

- Susnjara, S. (2025, 02 10). *IBM.* Retrieved 05 17, 2025, from https://www.ibm.com/think/topics/cloud-computing

- العمراني, ا .ع ., & محمد بن ابراهيم, ا. (2013, 06 08). *SSRN*. Retrieved 07 07, 2025, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2276122

قائمة الملاحق

6. قائمة الملاحق :

الملحق رقم 01: قرار رقم 443 المتعلق إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة المالية

الوزير

مقرر وزير المالية رقم 443 المؤرخ في 28 ديسمبر 2025 يتعلق بشأن إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية

إن وزير المالية،

- بمقتضى القانون رقم 91-25 المؤرخ في 16 ديسمبر 1991 المتضمن قانون المالية لسنة 1992،
- بمقتضى القانون رقم 14-10 المؤرخ في 30 ديسمبر 2014 المتضمن قانون المالية لسنة 2015،
- بمقتضى القانون رقم 23-09 المؤرخ في 3 ذو الحجة 1444 الموافق 21 جوان 2023 المتضمن القانون النقدي والمصرفي،
- بمقتضى القانون رقم 24-08 المؤرخ في 22 جمادى الأولى 1446 الموافق 24 نوفمبر 2024، المتضمن قانون المالية لسنة 2025،
- بمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 17-141 مؤرخ في 21 رجب عام 1438 الموافق 18 أبريل سنة 2017 يحدد تنظيم المجلس الإسلامي الأعلى وسيره،
- بمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 25-241 في 21 ربيع الاول 1447 الموافق 14 سبتمبر 2025، ويتضمن تعيين أعضاء الحكومة،
- بمقتضى القرار الوزاري رقم 85 المؤرخ في 1 جوان 2025 الذي يحدد كيفيات إصدار الصكوك السيادية من قبل الخزينة العمومية،

يقرر ما يأتي:

المادة الأولى: وفقًا لأحكام القرار المذكور أعلاه، يهدف هذا المقرر إلى تحديد كيفيات إصدار أوراق مالية في شكل صكوك إجارة حق الانتفاع بمبلغ 296.650 مليار دينار جزائري، ويفتح الاكتتاب ابتداءً من شهر جانفي2026 ولمدة شهرين.

المادة 2: تُدعَّم الصكوك موضوع هذا الإصدار بحق الانتفاع بمحفظة من الأصول العقارية المملوكة للدولة، المحددة في ملحق هذا المقرر، والمتنازل عليه بمقابل لصالح المكتتبين بموجب عقد بيع.

المادة 3: يُعادل المبلغ المراد إصداره القيمة السوقية لحق الانتفاع بالأصول المذكورة، التي يحددها الصندوق الوطني للتجهيز من أجل التنمية، والمصادق عليها من طرف المصالح المؤهلة لوزارة المالية.

المادة 4: يخضع إصدار الصكوك موضوع هذا المقرر الى الحصول على شهادة المطابقة الشرعية من الهيئة الشرعية الوطنية بالمجلس الإسلامي الأعلى.

المادة 5: الاكتتاب في الصكوك مفتوح للأشخاص الطبيعية الحاملين للجنسية الجزائرية، المقيمين وغير المقيمين، وللأشخاص المعنوية الخاضعين للقانون الجزائري.

المادة 6: يُغلق الاكتتاب قبل الموعد المحدد في المادة 1، في حال بلوغ المبلغ المستهدف.
يمكن تمديد الاكتتاب بقرار من الوزير، ويُبلّغ الجمهور مسبقًا بتاريخ الإغلاق الجديد.

المادة 7: عند الاكتتاب، تُبرم الدولة، ممثلة في الخزينة العمومية وبالتنسيق مع مديرية الأملاك الوطنية، عقد إجارة حق الانتفاع مع المكتتبين في الصكوك لمدة سبع سنوات.

المادة 8: بعد نهاية السنة السابعة، وبعد تسديد كل أقساط الإيجار للمستثمرين، تسترد الدولة حق الانتفاع بالأصول من حاملي الصكوك.

المادة 9: بمجرد الاكتتاب، يقبل المستثمر حامل الصك شروط عقود البيع والإجارة المنصوص عليها في المذكرة الإعلامية للمستثمرين.

المادة 10: يتم الاكتتاب في الصكوك السيادية على صيغ للأفراد وعن طريق حساب للمؤسسات؛ كما يتم الدفع نقدًا أو بوسائل دفع كتابية.
تُصدر الصكوك بفئتي 100.000 دينار جزائري و1.000.000 دينار جزائري، في شكل أوراق لحاملها.

المادة 11: تدفع الدولة لحاملي الصكوك إيراداً إيجارياً سنويا يعادل 6% من قيمة المبلغ المكتتب لحق الانتفاع، خلال السنوات الست الأولى من مدة الاكتتاب.
في السنة السابعة، يحصل المكتتبين إيجارا يساوي المبلغ المستثمر والعائد السنوي.

المادة 12: تعفى الإيجارات المدفوعة لحاملي الصكوك من جميع الضرائب طبقا لأحكام المادة 135 من القانون رقم 24-08 المؤرخ في 2024/11/24 المذكور أعلاه.

المادة 13: الصكوك قابلة للتداول بحرية، ويمكن:

- شراؤها و/أو نقل ملكيتها من قبل الأشخاص الطبيعية أو المعنوية، إما عن طريق التبادل المباشر أو التظهير.
- استعمالها كرهن وفي عمليات إعادة التمويل.

المادة 14: الصكوك المكتتبة من خلال حساب جاري قابلة للإدراج في سوق الأوراق المالية.

المادة 15: يجوز للخزينة العمومية إعادة شراء الصكوك مبكرًا، بقيمتها السوقية، بناءً على طلب حاملها، بعد ثلاث سنوات من تاريخ الاكتتاب.

المادة 16: يتم الاكتتاب في الشبابيك المخصصة الآتية:

- الوكالات البنكية؛
- فروع بنك الجزائر؛
- الخزينة المركزية والرئيسية والولائية؛
- وكالات شركات التأمين.

المادة 17: يخضع إصدار الصكوك لإعداد مذكرة إعلامية تتضمن:

1. وصف عملية الإصدار وأهدافها؛
2. الإطار القانوني والتنظيمي للإصدار؛
3. وصف الأصول وقيمة حق الانتفاع بها؛
4. الخصائص والشروط المتعلقة بالإصدار؛
5. شهادة المطابقة الشرعية الصادرة عن الهيئة الشرعية الوطنية بالمجلس الإسلامي الأعلى.

المادة 18: يمكن لشبابيك الاكتتاب، ان تسلم للمستثمرين في حالة نفاذ صيغ الصكوك إيصالات اكتتاب، والتي يكون لها نفس الأثر القانوني للصكوك، إلى حين استبدالها بصكوك بديلة.

المادة 19: تحصل الخزينة، والبنوك، وشركات التأمين، وبنك الجزائر على عمولة توظيف قدرها 0,50٪ من المبلغ المستثمر.

المادة 20: يلغي هذا القرار ويحل محل القرار رقم243 المؤرخ في 18 سبتمبر 2025.

المادة 21: تُحدد كيفيات تنفيذ هذا القرار بتعليمه من المدير العام للخزينة والمحاسبة.

المادة 22: يُكلَّف المدير العام للخزينة والمحاسبة والمدير العام للأملاك الوطنية، كلٌّ في حدود اختصاصه، بتنفيذ هذا المقرر.

حُرِّرَ بالجزائر في 28 ديسمبر 2025

وزير المالية

عبد الكريم بوالزرد

المصدر : (sukuk.mf.gov.dz، 2026)

الملحق رقم 02 : التعليمة رقم01 المتعلقة بكيفية اصدار الصكوك السيادية في الجزائر

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة المالية

Direction Générale du Trésor et de la Comptabilité — المديرية العامة للخزينة و المحاسبة

Le Directeur Général — المدير العام

Instruction n°004.. du ..01 JAN 2026.. modifiant et complétant l'instruction n°3 du 23/10/2025 Fixant les modalités pratiques d'émission et de souscription des sukuk souverains

Objet : Sukuk souverains
Référence : Arrêté n°85 du 1er juin 2025
Decision n°443 du 28 décembre 2025

En application des dispositions de l'arrêté n°85 du 1er juin 2025, susvisé, la présente instruction a pour objet de fixer les modalités pratiques de gestion des opérations de souscriptions des sukuk souverains.

I-Souscription des sukuk souverains Ijara

-Caractéristiques de la Souscription

A compter de la date de lancement effectif de l'opération de souscription des sukuk souverains, *« investir selon vos principes »*, telle que prévue par la décision n° 443 du 28 décembre 2025, le Trésor public met à la disposition des investisseurs des titres sukuk souverains Ijara.

Les sukuk souverains Ijara émis dans le cadre de cette opération sont adossés à l'usufruit d'un ensemble d'actifs immobiliers appartenant à l'Etat, transféré à titre onéreux au profit des souscripteurs dans le cadre d'un contrat de vente conforme aux principes de la finance islamique.

Les principales caractéristiques de cette émission sont comme suit :

- Montant de l'émission : 296,650 milliards DA,

- Période de souscription : à partir du janvier 2026 jusqu'à l'atteinte des objectifs.
- Maturité du sak : Sept (07) ans.
- Loyer : 6% de la valeur sak est versé au souscripteur annuellement.

La souscription peut s'effectuer :

- Sous forme matérialisée par des titres sur formule, au profit des souscripteurs personnes physique, composé de deux parties : une souche conservée par le point de souscription et une partie remise au souscripteur ;
- Sous forme dématérialisée par inscription en compte au niveau d'une banque via un compte courant bancaire au profit des souscripteurs institutionnels.

La souscription est ouverte aux :

- Personnes physiques de nationalité algérienne, résidentes ou non résidentes ;
- Personnes morales de droit algérien.

La souscription sur formule est établie sous la forme au porteur, en coupures de cent mille dinars (100 000 DA) et un million de dinars (1 000 000 DA). L'identification du souscripteur au moment de la première souscription est indispensable, en précisant le nom et prénom du souscripteur, le numéro d'identification national (NIN) pour les personnes physiques ou le numéro d'identification fiscal (NIF) pour les personnes morales ainsi que les numéros de séries des sukuk souscrits.

Ces informations sont portées sur l'application « Gestion et suivi des sukuk souverains Ijara » dédiée à cet effet.

Le règlement de la souscription peut être effectué en espèces ou par tout autre moyen de paiement. En cas de paiement par chèque, les modalités suivantes s'appliquent :

- Si le chèque est certifié ou émis par une banque (chèque de banque), la souscription est assimilée à un règlement en numéraire et le titre est remis immédiatement au souscripteur ;
- Si le chèque n'est pas certifié, la souscription est enregistrée sur récépissé et le titre n'est délivré qu'après encaissement effectif des fonds correspondants.

La case relative au mode de paiement : cash ou transformation sera renseignée sur l'application.

Dans les deux cas, la date de jouissance du titre SAK est fixée au 31/12de chaque année et ce, jusqu'à la clôture de l'opération.

Les souscriptions peuvent être effectuées auprès des guichets suivants :

- Agences bancaires publiques et privées ;
- Succursales de la Banque d'Algérie ;
- Agences des compagnies d'assurance ;
- Trésorerie Centrale, Trésoreries de wilaya, Trésorerie Principale ;

Les organismes en charge du placement des sukuk souverains sont tenus de centraliser les opérations de souscription au niveau de leur siège respectif et de procéder, chaque jeudi, au versement des fonds collectés sur le compte de règlement du Trésor ouvert auprès de la Banque d'Algérie.

Les informations relatives aux opérations de versements des fonds doivent être portées sur l'application « Gestion et suivi des sukuk souverains Ijara », au niveau du menu appelé « dégagements ».

II – Souscription avec récépissé

En cas d'indisponibilité temporaire des Sukuk souverains les guichets de souscription peuvent remettre aux souscripteurs des récépissés de souscription qui ont les mêmes effets juridiques que ceux des Sukuk et ce, jusqu'à délivrance des supports de Sukuk en substitution. Les récépissés de souscription sont établis en la forme au porteur.

Le récépissé de souscription, dont le modèle figure en annexe 1 de la présente instruction, doit comporter toutes les informations nécessaires à l'émission et à la remise du titre : montant du sukuk à émettre, identité du souscripteur.

Les responsables des points de souscription sont invités à reproduire le modèle de récépissé joint en annexe, si nécessaire.

Le récépissé délivré doit être restitué par le souscripteur au même guichet afin de recevoir, en contrepartie, le ou les titres correspondants au montant souscrit, dans un délai n'excédant pas huit les (08) jours.

III- Délivrance des titres par les organismes de placements.

Afin d'éviter toute altération des inscriptions portées sur les titres sukuk, les préposés aux opérations de souscription sont tenus d'observer les règles suivantes :

- Apposer nettement dans la partie gauche du titre et de la souche, le cachet de la structure qui a procédé à la délivrance du titre ;
- Eviter toute tache ou rature sur le titre, susceptible d'entrainer son annulation.

IV- Rachat des sukuk souverains.

- **Rachat à l'échéance**

Le rachat des sukuk souverains à l'échéance s'effectue au profit du détenteur du sak au niveau de tous les guichets de la même institution initiale de souscription.

A la septième année soit à l'échéance des sukuk souverains, les porteurs des sukuk reçoivent le montant investi et le loyer de l'année.

L'information relative au rachat des sukuk doit être portée sur l'application au niveau du menu « remboursement ».

- **Rachat par anticipation**

Les sukuk souverains peuvent faire l'objet de rachat par anticipation par le Trésor public, à leur valeur de marché, à la demande de leurs porteurs et ce après trois années de la date de souscription. Ce rachat fera perdre au porteur du sak le bénéfice de l'exonération fiscale.

Le rachat des sukuk souverains, s'effectue au niveau de tous les guichets ouverts à la souscription.

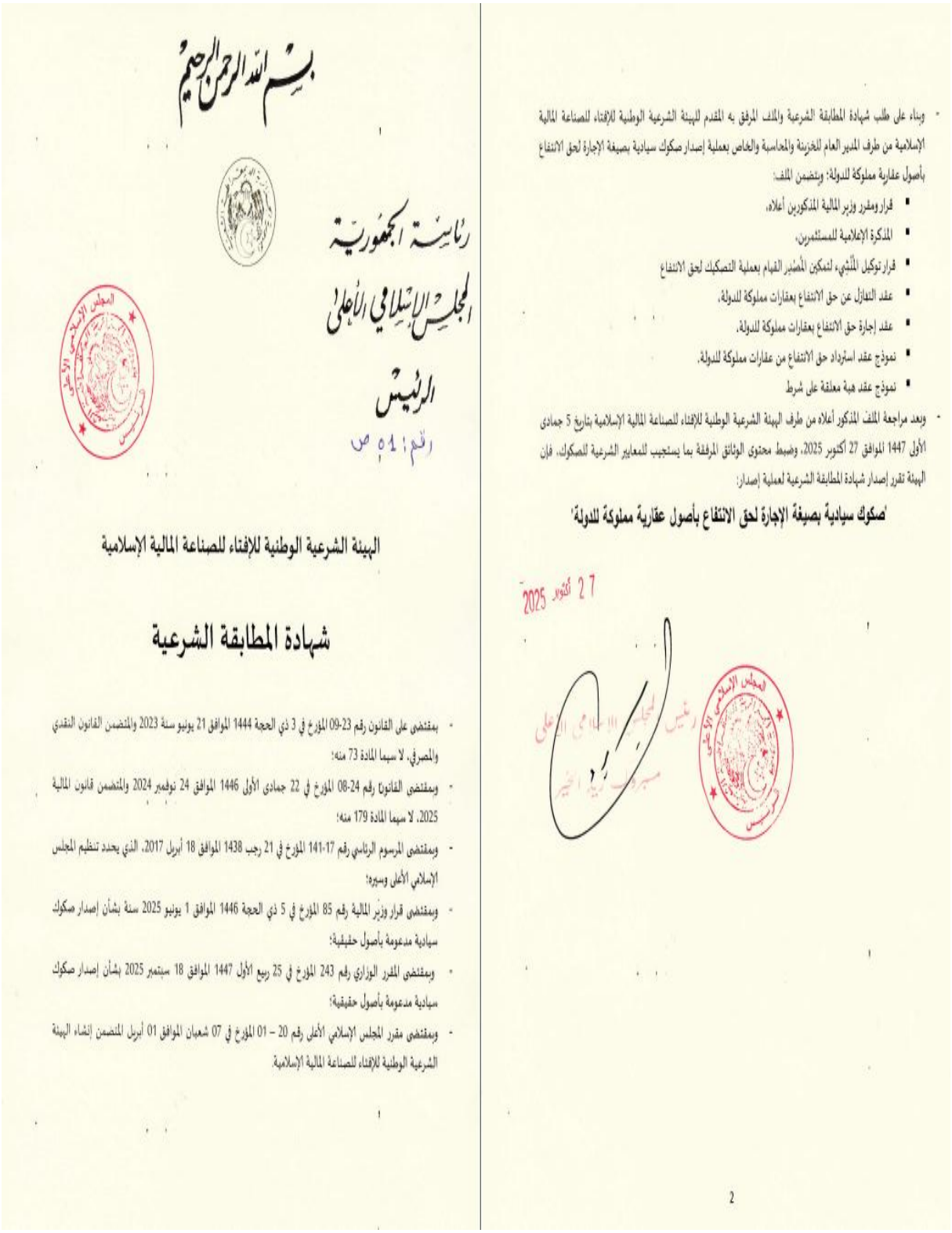
L'information relative au rachat anticipé des sukuk doit être portée sur l'application au niveau du menu « remboursement par anticipation ».

V-Approvisionnement des organismes de placements

A la réception des titres l'ACCT procédé à leur distribution auprès des Directions Générales des banques, des compagnies d'assurance et des comptables publics, pour leur permettre de les orienter vers les guichets de souscriptions.

المصدر : (sukuk.mf.gov.dz، 2026)

الملحق رقم03 : شهادة المطابقة الشرعية المتعلقة بالصكوك السيادية في الجزائر



بسم الله الرحمن الرحيم

رئاسة الجمهورية

المجلس الإسلامي الأعلى

الرئيس

الرقم: 41 ص

الهيئة الشرعية الوطنية للإفتاء للصناعة المالية الإسلامية

شهادة المطابقة الشرعية

- بمقتضى القانون رقم 23-09 المؤرخ في 3 ذي الحجة 1444 الموافق 21 يونيو سنة 2023 والمتضمن القانون النقدي والمصرفي، لا سيما المادة 73 منه؛
- وبمقتضى القانون رقم 24-08 المؤرخ في 22 جمادى الأولى 1446 الموافق 24 نوفمبر 2024 والمتضمن قانون المالية 2025، لا سيما المادة 179 منه؛
- وبمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 17-141 المؤرخ في 21 رجب 1438 الموافق 18 أبريل 2017، الذي يحدد تنظيم المجلس الإسلامي الأعلى وسيره؛
- وبمقتضى قرار وزير المالية رقم 85 المؤرخ في 5 ذي الحجة 1446 الموافق 1 يونيو 2025 سنة بشأن إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية؛
- وبمقتضى المقرر الوزاري رقم 243 المؤرخ في 25 ربيع الأول 1447 الموافق 18 سبتمبر 2025 بشأن إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية؛
- وبمقتضى مقرر المجلس الإسلامي الأعلى رقم 20 – 01 المؤرخ في 07 شعبان الموافق 01 أبريل المتضمن إنشاء الهيئة الشرعية الوطنية للإفتاء للصناعة المالية الإسلامية.

- وبناء على طلب شهادة المطابقة الشرعية والملف المرفق به المقدم للهيئة الشرعية الوطنية للإفتاء للصناعة المالية الإسلامية من طرف المدير العام للخزينة والمحاسبة والخاص بعملية إصدار صكوك سيادية بصيغة الإجارة لحق الانتفاع بأصول عقارية مملوكة للدولة؛ ويتضمن الملف:
  - قرار ومقرر وزير المالية المذكورين أعلاه،
  - المذكرة الإعلامية للمستثمرين،
  - قرار توكيل المُنشِئ، لتمكين المُصدِر القيام بعملية التصكيك لحق الانتفاع
  - عقد التنازل عن حق الانتفاع بعقارات مملوكة للدولة،
  - عقد إجارة حق الانتفاع بعقارات مملوكة للدولة،
  - نموذج عقد استرداد حق الانتفاع من عقارات مملوكة للدولة،
  - نموذج عقد هبة معلقة على شرط
- وبعد مراجعة الملف المذكور أعلاه من طرف الهيئة الشرعية الوطنية للإفتاء للصناعة المالية الإسلامية بتاريخ 5 جمادى الأولى 1447 الموافق 27 أكتوبر 2025، وضبط محتوى الوثائق المرفقة بما يستجيب للمعايير الشرعية للصكوك، فإن الهيئة تقرر إصدار شهادة المطابقة الشرعية لعملية إصدار:

"صكوك سيادية بصيغة الإجارة لحق الانتفاع بأصول عقارية مملوكة للدولة"

27 أكتوبر 2025

رئيس المجلس الإسلامي الأعلى

2

المصدر : (sukuk.mf.gov.dz، 2026)

الملحق رقم 04 : نموذج عقد الاكتتاب في صكوك الاجارة السيادية



عقد إجارة حق انتفاع بعقارات مملوكة للدولة

تمهيد:

بالإشارة إلى المذكرة الإعلامية الخاصة بإصدار صكوك سيادية مدعومة بعقارات مملوكة للدولة المذكورة في الملحق والتي تنازلت الدولة بموجبها عن حق الانتفاع بها طبقا لأحكام مقرر وزير المالية رقم 85 المؤرخ في 5 ذي الحجة 1446 الموافق 1 يونيو 2025 بشأن إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية؛

حيث أن حامل الصك المرفق يملك حق الانتفاع في الشيوع بالعقارات المذكورة أعلاه، وحيث أن الدولة ترغب في استئجار حق الانتفاع بالعقارات المذكورة من حامل الصك، فقد وافق الطرفان وهما بكامل أهليتهما المعتبرة قانوناً وشرعاً على الشروط والأحكام الآتية:

المادة الأولى: الموضوع

يلتزم حامل الصك بتأجير حق الانتفاع بالعقارات المذكورة أعلاه للدولة ممثلة في الخزينة العمومية، وذلك وفق الشروط المنصوص عليها في هذا العقد.

المادة الثانية: مدة الإيجار

مدة الإجارة الإجمالية سبع (7) سنوات تبدأ من تاريخ الاكتتاب.

المادة الثالثة: بدل الإيجار وأجل السداد وكيفيته

تدفع الدولة (المستأجر) لحامل الصك (المؤجر) خلال السنوات الست التي تلي تاريخ الاكتتاب إيجارا سنويا يعادل 6 بالمائة من مبلغ الصك.

يسدد القسط السنوي الأخير بما يؤدي إلى إطفاء الصكوك وفق صيغة شرعية تقرها هيئة الرقابة الشرعية.

المادة الرابعة: استعمال حق الانتفاع

1 - تلتزم الدولة باستعمال حق الانتفاع في الغاية المتفق عليها، وبما يتفق مع طبيعتها، وفيما يسمح به القانون والشريعة الإسلامية السمحاء.

2- تلتزم الدولة بالقيام بكافة أعمال الصيانة الدورية العادية للعقارات محل حق الانتفاع بصورة تحافظ عليها وعلى منفعتها للغرض الذي تم استئجار هذا الحق من أجله.

3- تلتزم الدولة في حالة هلاك أحد العقارات محل الانتفاع باستبدالها بعقارات بنفس القيمة.

عقد التنازل عن حق الانتفاع بعقارات مملوكة للدولة

بين

وزارة المالية ممثلة بالمدير العام للخزينة والمحاسبة

و

المكتتبين في الصكوك السيادية – إجارة

تمهيد

بالإشارة إلى:

- المذكرة الإعلامية الخاصة بإصدار صكوك سيادية مدعومة بعقارات مملوكة للدولة والتي تنازلت بموجبها عن حق الانتفاع بها؛
- مقرر وزير المالية رقم 180 المؤرخ في 8 ذي الحجة 1446 الموافق 4 يونيو 2025 بشأن إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية؛

المادة 1: تتنازل الدولة ممثلة بالمديرية العامة للخزينة العمومية والمحاسبة عن حق الانتفاع في الشيوع المتعلق بمحفظة من الأصول العقارية المملوكة للدولة.

المادة 2: العقارات المتنازل عن حق الانتفاع منها تمثل في القائمة المرفقة لهذا العقد والتي تشكل جزءا منه.

المادة 3: يصبح حملة الصكوك ملاكا لحق الانتفاع المتنازل عنه بموجب هذا العقد، ابتداء من تاريخ الاكتتاب.

المادة 4: تم هذا التنازل تحت الالتزامات والشروط العادية والقانونية اللازمة في مثل هذا الشأن ويأخذ حملة الصكوك حق الانتفاع بالعقارات على الحالة التي هي عليها.

المادة 5: الثمن الإجمالي لحق الانتفاع من المحفظة العقارية السالفة الذكر يقدر بـ **296.65** مليار دج.

المادة 6: يتجزأ الثمن الإجمالي لحق الانتفاع على ثلاثة أنواع من الحصص في الشيوع:

- حصة بمائة ألف دج (100.000 دج)
- حصة بمليون دج (1.000.000 دج)

المادة 7: تملك حملة الصكوك حق الانتفاع بالعقارات كل حسب حصته في الشيوع.

عقد هبة معلقة على شرط

نحن ممثلي حملة الصكوك الممضين أسفله، نتعهد بالتنازل لفائدة الدولة عن ملكية حق الانتفاع بالأصول العقارية المكتسب بموجب الصكوك التي نحملها في نهاية السنة السابعة من تاريخ الاكتتاب شرط استيفائنا لكامل أقساط إجارة هذا الحق من المديرية العامة للخزينة والمحاسبة في مواعيدها.

الإمضاءات:

.1

.2

.3

.4

.5

نموذج عقد استرداد حق انتفاع من عقارات مملوكة للدولة

تمهيد

بالإشارة إلى:

- المذكرة الإعلامية الخاصة بإصدار صكوك سيادية مدعومة بعقارات مملوكة للدولة والتي تنازلت بموجبها عن حق الانتفاع بها؛
- مقرر وزير المالية رقم 180 المؤرخ في 8 ذي الحجة 1446 الموافق 4 يونيو 2025 بشأن إصدار صكوك سيادية مدعومة بأصول حقيقية؛
- عقد إجارة حق انتفاع بعقارات مملوكة للدولة بتاريخ.....
- طلب حامل الصكوك بالتنازل عن حق الانتفاع بالعقارات للدولة بتاريخ.....

المادة الأولى : تلتزم الدولة ممثلة في الخزينة العمومية باسترداد حق الانتفاع بالعقارات من حاملي الصكوك، وبطلب منهم، وذلك بعد انقضاء ثلاث سنوات من تاريخ الاكتتاب.

المادة الثانية : يكون الاسترداد بالقيمة السوقية للصك.

المصدر : (sukuk.mf.gov.dz، 2026)

Tableau 1 :
Liste n°01 des actifs et de leurs valeurs vénales estimées (datée du 02/06/202025) :

N°	Désignation	Adresse	Superficie m²		Composition	Décision d'affectation[1]	Valeur du bien Milliards DA	Valeur d'usufruit Milliards DA
			Terrain	Bâtie				
1	Siège du Ministère des Finances	Cité Ahmed-Francis 16306 Ben Aknoun, Alger	53 610	92 000	Un bâtiment avec un sous-sol, un rez-de-chaussée et 11 étages supérieurs en plus d'une villa	N° 026 du 20 février 2005 au profit du Ministère des Finances	**32**	**19,2**
2	Un ensemble immobilier dénommé « Immeuble Mauritanie »	Situé à la place Pirou, Commune d'Alger Centre (Wilaya d'Alger)	3 290	27 358	Un bâtiment de onze (11) étages supérieurs et quatre (04) étages de sous-sol	N° 076 du 12 juillet 2004 au profit du Ministère des Finances (Direction des Impôts)	**5,47**	**3,28**
3	Un ensemble immobilier utilisé comme Centre régional d'installations et d'équipements.	Situé dans la commune d'Oued Smar (wilaya d'Alger)	40 040	9 457	Onze (11) bâtiments, représentés par le complexe de formation douanière, le complexe d'information douanière, un complexe résidentiel	N° 57 du 6 août 2020 au profit du Ministère des Finances (Direction Générale des Douanes)	**5,5**	**3,3**

[1] Décision d'attribution (ministérielle ou étatique), expropriation d'utilité publique, décret exécutif (déclassification)

8	L'École Polytechnique d'Architecture et de Construction	Situé dans la commune d'Oued Smar (Wilaya d'Alger)	38 840			N° 297 du 26 avril 1993 au profit du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**4,5**	**2,7**
9	Siège de l'Institut national de formation professionnelle	Sis au 09, rue Hydra, commune d'El Biar (wilaya d'Alger)	43 570			N° 4641 du 1er septembre 1994 au profit du Ministère de la Formation Professionnelle - Institut National de la Formation Professionnelle	**10**	**6**
10	Résidence universitaire Bouraoui Amar	Situé rue Bouraoui Amar, commune d'Oued Smar (wilaya d'Alger)	93 648	12 094	Un bâtiment administratif, de quatre (04) ailes d'hébergement, de sept (07) résidences fonctionnelles, d'une clinique, d'un restaurant, d'une salle multisports	N° 06 du 15 février 2021 au profit du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique (Direction Nationale des Services Universitaires)	**3**	**1,8**
11	L'École nationale supérieure de médecine vétérinaire	Situé rue Issad Abbas, commune d'Oued Smar (wilaya d'Alger)	44 107	17 621		N° 087 du 9 novembre 2020 au profit du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**4,25**	**2,55**

12	Résidence universitaire pour filles « Alya ».	Situé dans la commune de Bab Ezzouar (wilaya d'Alger)	96 813	30 374	Quatre bâtiments (un bâtiment administratif, un bâtiment destiné au logement, un bâtiment contenant six (06) blocs à usage social et culturel et un bâtiment à usage industriel)	N° 064 du 13 août 2020 au profit du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**6**	**3,6**
13	Résidence universitaire Kouba	Situé rue des Frères Abdel Salam, commune de Kouba (wilaya d'Alger)	16 709	10 371	Un complexe de dortoir contenant quatre (04) aile avec un rez-de-chaussée et deux étages supérieurs et un complexe administratif	N° 085 du 7 février 2017 au profit du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**2,5**	**1,5**
14	École nationale supérieure d'informatique	Situé au lieu-dit « Tariq Miftah » dans la commune de Bab Ezzouar (wilaya d'Alger)	135 718	3 693	Plusieurs bâtiments à usage éducatif, pédagogique et résidentiel	N° 031 du 9 mai 2021 au profit du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**2,7**	**1,62**
15	Siège du Ministère de la Solidarité Nationale, de la Famille et de la Condition Féminine	Situé au quartier Said Hamdine, commune de Bir Mourad Rais (wilaya d'Alger),	19 528	13 753	Immeuble comportant deux étages de sous-sol, un rez-de-chaussée et quatre (04) étages supérieurs	N° 236 du 18 juillet 2024 au profit du Ministère de la Solidarité Nationale, de la Famille et de la Condition Féminine	**3,44**	**2,06**

16	Un terrain appartenant à l'Etat, est utilisé dans le cadre du projet de construction d'un nouveau siège de la Direction Générale des Douanes	Situé sur la route nationale n°5, dans la commune de Mohammedia (wilaya d'Alger),	31 886		Groupe foncier n° 1459 de la section 01 de la commune de Mohammedia	N° 29 du 9 mai 2021, au profit du Ministère des Finances (Direction Générale des Douanes)	**4,14**	**2,48**
17	Un immeuble appartenant siège de la Cour suprême	Situé rue du 11 décembre 1960, commune d'El Biar (wilaya d'Alger),	20 585	5 717	Comportant une aile administrative, une aile pédagogique, une aile de compétition et une de bibliothèque	N° 083 du 15 septembre 2021 au profit du Ministère de la Justice	**2,18**	**1,31**
18	Résidence pour les juges	Situé rue du 11 décembre 1960, commune d'El Biar (wilaya d'Alger)	3 445	4 747	Un bâtiment principal représentant la résidence des juges, contenant un rez-de-chaussée et quatre (04) étages, et d'annexes (le siège administratif, qui est composé d'un bâtiment contenant un rez-de-chaussée et un étage, un garage souterrain)	N° 039 du 18 mai 2022 au profit du Ministère de la Justice	**1,4**	**0,84**

19	Bibliothèque Nationale d'Algérie	Situé au lieu-dit « Al-Hamma » dans la commune de Mohamed Belouizdad (wilaya d'Alger)	9 003	63 357	Un bâtiment comprenant deux étages de sous-sol, un rez-de-chaussée et neuf (09) étages	N° 094 du 22 juin 2009 au profit du Ministère de la Culture	**15**	**9**
20	Opéra d'Alger	Situé dans la commune d'Ouled Fayet (wilaya d'Alger)	148 017			N° 073 du 16 mai 2017 au profit du Ministère de la Culture	**22**	**13,2**
21	Stade Nelson-Mandela	Situé dans la commune de Baraki, dans la wilaya d'Alger.	453 663			Résolution du 25 juillet 2018 complétant et précisant le contenu matériel de l'Office du Complexe Olympique	**15**	**9**
22	Stade Miloud Hadefi	Situé à Belgaïd, Bir El Djir, Wilaya d'Oran,	620 821			Décret exécutif n° 20-347 du 22 novembre 2020, portant création, organisation et fonctionnement d'un établissement de gestion du Complexe sportif d'Oran	**20**	**12**
23	Stade Hocine-Aït-Ahmed	Situé dans la commune de Tizi-Ouzou	771 820			Décret exécutif n° 20-177 du 6 juillet 2020, portant création d'un	**25**	**15**

						établissement de gestion du complexe sportif de Tizi Ouzou, de son organisation et de son fonctionnement		
24	Siège du Ministère de la Culture (Palais de la Culture Moufdi Zakaria)	Situé sur le plateau des El Annasser dans la commune de Kouba	65 552		Un ensemble immobilier	Décret n° 86-139 du 10 juillet 1986 modifié portant création du Palais de la Culture	**12**	**7,2**
25	Siège du Ministère des Affaires Etrangères	Situé sur le plateau des El Annasser dans la commune de Kouba	75 673		Un ensemble immobilier	N° 150 du 21 avril 2003 et Décision Modificative n° 077 du 3 août 2004 au profit du Ministère des Affaires Etrangères	**17,5**	**10,5**
26	Siège du Ministère des Travaux Publics	16030 Chem. Arezki Mouri, Ben Aknoun 16030	7 060		Un ensemble immobilier	Contrat d'échange n° 76/2003 enregistré au Cadastre de Ben Aknoun le 10 novembre 2003, tome 190, n° 69	**2**	**1,2**
27	Siège du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	11 Chemin Doudou Mokhtar, Ben Aknoun	16 903		Un ensemble immobilier	N° 07 du 21 février 1998 au profit du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**2,5**	**1,5**

28	Société Algérienne des Foires et des Exportations	Situé sur le territoire de la commune de Mohammedia	548 443		Plusieurs bâtiments	Convention modifiant la convention du 27 mai 1992 portant concession d'un ensemble immobilier appartenant au domaine public de l'État	**108**	**64,8**
Total 01			2 720 400	68 104			**345,18**	**207,10**

La Caisse Nationale d'Equipement pour le Développement relève au terme de l'évaluation menée que la valeur de vingt-huit (28) actifs immobiliers constituant la liste n°01 d'actifs et devant servir de sous-jacent pour l'émission de Sukuk souverains Ijara est estimée à **345.18** Milliards de DA et que leur usufruit est de **207.10** Milliards de DA.

Tableau 2 :
Liste n°02 des actifs et de leurs valeurs vénales estimées (datée du 07/08/2025) :

N°	Désignation	Adresse	Superficie m²		Composition	Décision d'affectation[2]	Valeur du bien Milliards DA	Valeur d'usufruit Milliards DA
			Terrain	Bâtie				
1	Siège de la Direction Générale des Impôts	Avenue de l'Armée de libération nationale, commune de Hussein Dey (Alger)	17 938	710	Cinq (05) bâtiments forment ce groupe, qui est le numéro 04 de la section 26 du plan d'arpentage de la commune d'Hussein Dey.	N° 261 du 08 novembre 2008 au compte du Ministère des Finances (Direction Générale des Impôts)	**0,88**	**0,53**
2	Siège de la Direction Générale de l'Audit	114, rue Tripoli, commune Hussein Dey (wilaya d'Alger)	6 970	3 599	Il comprend un pavillon administratif avec quatre (04) bâtiments, ainsi qu'un pavillon des ateliers et entrepôts avec quatre (04) bâtiments.	N° 053 du 07 mai 2008 pour le compte du Ministère des Finances (Direction Générale de l'Audit)	**0,24**	**0,15**

[2] Décision d'attribution (ministérielle ou étatique), expropriation d'utilité publique, décret exécutif (déclassification)

3	Un ensemble de biens immobiliers appartenant au domaine privé de l'Etat, utilisé par les autorités douanières	Situé dans la commune d'Oued Smar (Wilaya Alger)	1 253	782	Il se compose d'un bâtiment principal avec un rez-de-chaussée et un premier étage en plus d'un centre de garde, d'un centre de transformateur électrique et d'un chauffage, représentant le groupe de biens N° 59 de la section 22 de la commune d'Oued Smar	N° 119 du 09 novembre 2023 pour le compte du Ministère des Finances (Direction Générale des Douanes)	**0,07**	**0,04**
4	Classes pour la formation des employés du Domaine National	Situé dans la cité Branci, Commune de Rouïba (Wilaya d'Alger)	450	2 250	Il se compose d'un immeuble d'un rez-de-chaussée et de quatre (04) étages supérieurs représentant deux groupes de biens N° 209 et 214 de la section 02 de la Commune de Rouïba	N° 020 du 31 janvier 2024 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale du Domaine National)	**0,42**	**0,25**

5	Annexe au bâtiment désigné qui abrite des classes pour la formation des employés du Domaine National	Situé sur la route nationale N°05 de la commune de Rouïba (Wilaya d'Alger)	288		Il s'agit d'un bâtiment en rez-de-chaussée achevé, représentant le Groupe N° 255 de la Section 02 de la Commune de Rouïba	N° 027 du 15 février 2024 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale du Domaine National)	**0,06**	**0,04**
6	Garage appartenant aux résidences des directeurs des domaines de l'Etat et à la conservation immobilière de la Wilaya d'Alger	100, rue Didouche Mourad de la Commune d'Alger Centre (Wilaya Alger),	140		Il est représenté au rez-de-chaussée d'un immeuble en copropriété	N° 283 du 19 septembre 2024 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale du Domaine National - Direction du Domaine de l'État à l'Est de la wilaya d'Alger)	**0,04**	**0,02**
7	Actif immobilier appartenant à l'entreprise « DVP » Mahalla, utilisé comme entrepôt pour les biens meubles qui ne sont pas utilisés	204, rue Hassiba Ben Bouali et rue Arezki Ben Bouzid, Commune de Mohamed Belouizdad (Wilaya d'Alger)	2 501	0	Il se compose d'un rez-de-chaussée aménagé, représentant le groupe immobilier N°43 de la section 12 de la Commune de Mohamed Belouizdad	N° 298 du 14 octobre 2024 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale du Domaine National - Direction du domaine de l'État à l'Est d'Alger	**0,36**	**0,21**

8	Immobiliers utilisés par les services de la Direction Générale des Impôts	Commune de Mouradia (Wilaya Alger)	490	2 670	Deux bâtiments adjacents, avec quatre (04) étages représentant deux groupes de biens N° 86 et 87 de la section 27 de la commune d'Al-Mouradia	N° 049 du 25 février 2024 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale des Impôts)	**0,58**	**0,35**
9	Siège de la Direction Régionale des Douanes	Situés dans la commune de Dar El Beida (Wilaya Alger)	2 072	1 291	Il comprend un bâtiment principal, un bâtiment d'archives, un bâtiment technique et un bâtiment annexe représentant le groupe de biens N° 79 de la section 24 de la commune de Dar El Beida	N° 63 du 12 mai 2013 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale des Douanes)	**0,11**	**0,07**
10	Siège administratif abritant les services de la Direction Régionale du Budget d'Alger	Situé à l'angle des rues Larbi Saleh et Mohamed Touileb, commune d'Alger Centre (wilaya d'Alger)	317	867	Il se compose d'un bâtiment contenant un sous-sol, un rez-de-chaussée et une toiture	N° 17 du 05 mars 2018 pour le compte du Ministère des Finances (Direction Générale du Budget)	**0,17**	**0,10**

11	Siege des services extérieurs de la Direction Générale du Trésor et de la Gestion Comptable des Opérations Financières de l'Etat	42, rue Larbi Ben M'hidi de la Commune d'Alger Centre (Wilaya Alger)	495	495	Il se compose des cinquième et sixième étage d'un immeuble commun représentant les parcelles N° 58 et 64 de la déclaration descriptive de la division, d'une surface bâtie totale de 495 m²	N° 114 du 14 décembre 2022 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale du Trésor et de la Gestion Comptable des Opérations Financières de l'État)	**0,14**	**0,08**
12	Siège de la holding fiscale de Sidi M'hamed	Situé dans la commune d'Alger Centre (wilaya d'Alger)	221	221	Il est représenté au premier étage d'un bâtiment collectif composé de sept (07) bureaux, d'une toilette, d'une maison pour les ablutions, de deux portiques et d'un balcon.	N° 33 du 31 mai 2021 relatif au ministère des Finances (Direction Générale des Impôts)	**0,06**	**0,03**
13	Siège de l'Office Central de Répression de la Corruption	06, place de Jérusalem, commune d'Hydra (wilaya d'Alger)	1 089	1 987	Il se compose d'un bâtiment contenant deux étages souterrains, un étage volé, un rez-de-chaussée, un premier étage et un deuxième étage, représentant le groupe de biens N°	Décision ministérielle N° 78 du 11 août 2021 pour le compte du ministère des Finances (Office Central de Répression de la Corruption)	**0,14**	**0,09**

					61 de l'article 23 de la commune de Hydra			
14	Services extérieurs de la Direction des biens de l'État de la Wilaya d'Alger	Situé dans la commune d'Alger Centre (Wilaya Alger)	300	300	Il se compose d'un appartement situé à l'étage volé composé de quatorze (14) bureaux, d'un dégagement, d'un hall d'entrée et de deux toilettes	N° 170 du 21 décembre 2014 pour le compte du ministère des Finances (Direction Générale du Domaine National - Direction du Domaine de l'État de la wilaya d'Alger)	**0,04**	**0,02**
15	Bureaux administratifs des Services de Contrôle Financier de la Direction Générale du Budget	03, Avenue Amilcar Cabral, Place des Martyrs, Commune de Kasbah (Alger)		1 149	Il se compose d'un sous-sol, d'un rez-de-chaussée, d'un étage volé, de quatre (04) étages supérieurs et d'une toiture	N° 202 du 18 novembre 2018 relatif au ministère des Finances (Direction générale du Budget)	**0,10**	**0,06**

16	Un bien bâti appartenant au domaine privé de l'Etat	Situé dans le quartier de La Madeleine, Haut-Hydra, Commune d'Hydra (Wilaya d'Alger)	642	1 473	Il se compose d'un bâtiment avec un rez-de-chaussée, un rez-de-chaussée et trois (03) étages supérieurs, un toit, un bâtiment attenant et une salle de garde, représentant le groupe de biens N° 11 de la section 49 du plan d'arpentage de la commune de Hydra	N° 093 du 09 avril 2024 relatif à la cellule de traitement des enquêtes financières	**0,49**	**0,29**
17	Siège de la Direction Régionale du Domaine national et deux résidences pour le besoin d'urgent de service	05, quartier Rabia Tahar, commune de Bab Zouar (wilaya d'Alger)	2 060	2 051	Il est représenté dans un bâtiment principal à usage administratif composé d'un rez-de-chaussée, de trois (03) étages supérieurs, d'un bâtiment secondaire d'un rez-de-chaussée et d'un premier étage composé de deux résidences pour service urgent, représentant un groupe immobilier N° 04 de la section 07 de	Décision ministérielle N° 58 du 30 mars 2025 relatif au Ministère des Finances (Direction Régionale du domaine National d'Alger)	**0,50**	**0,30**

					la commune de Bab Ezzouar			
18	Deux parcelles de terrain appartenant à une propriété privée, utilisée dans le projet de construction des locaux de l'Ecole Nationale Supérieure de Technologie d'une capacité de 3000 places pédagogiques et d'une résidence universitaire d'une capacité de 2000 lits	Situées au lieu-dit « coopératives Agricoles Collectifs N° 04 et 06 » ex Ferme d'Ahmed Medeghri, de la Commune de Rouïba (Wilaya d'Alger)	100 000	0	Représentant les groupes de propriété N° 879 et 882 de la section 05 du Plan d'Arpentage de la Commune de Rouïba	N° 077 du 11 août 2021 relatif au Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique (Ecole Nationale Supérieure de Technologie)	**10,00**	**6,00**

19	Siège du Centre africain d'étude et de recherche sur le terrorisme (CAERT)	Situé dans la commune de Mohammadia (wilaya d'Alger)	36 220	0	Il se compose de plusieurs bâtiments achevés sur un terrain représentant le groupe de biens N° 73 de la section 35 du plan d'arpentage de la commune de Mohammadia	N° 105 du 27 décembre 2020 au nom du ministère des Affaires Etrangères	3,17	1,90
20	Centre de communication du ministère des Affaires Etrangères et de la Communauté Nationale à l'Etranger	Situés sur la route Bentalha, commune de Baraki (Alger)	149 688	5 589	Il se compose de quatre (04) bâtiments, d'un garage, d'ateliers, de deux suites résidentielles contenant sept (07) résidences fonctionnelles, d'un centre de gardiennage et d'un transformateur électrique	N° 014 du 09 février 2022 au nom du ministère des Affaires Etrangères et de la Communauté Nationale à l'Etranger	6,24	3,75
21	Siège de l'Hôpital Spécialisé en Maladie Mentale « Mahfouz Boussebssi »	Situé rue Souidani Bou djemaa, Commune de Chéraga (Alger)	53 934	8 116	Il se compose de plusieurs bâtiments achevés sur un terrain représentant le groupe de biens N° 11 de la section 20 du plan d'arpentage de la commune de Chéraga	N° 017 du 31 janvier 2024 au nom du Ministère de la Santé (Hôpital Spécialisé en Maladie Mentale « Mahfouz Boussebssi »)	5,57	3,34

22	Siège de l'hôpital « Djilali Rahmouni »	11, avenue Mohamed Bachir el Ibrahimi, commune d'El Mouradia (Alger),	13 539	7 029	Il se compose de plusieurs bâtiments achevés sur un terrain représentant la propriété totale du N° 28 de la section 03 du plan d'arpentage de la commune d'el-Mouradia	N° 015 du 22 mars 2020 au nom du Ministère de la Santé, de la Population et de la Réforme Hospitalière (Fondation Hôpital Djilali Rahmouni)	**3,14**	**1,88**
23	Résidence du ministre de la Justice, Garde des Sceaux.	Rue du 11 décembre 1960, la commune d'El Biar (Alger)	4 896	448	Il se compose d'un bâtiment avec un rez-de-chaussée et un étage supérieur, contenant une entrée principale, un hall de réception, six (06) chambres, un bureau, un foyer, une salle de bains, (toilettes et douches) et des couloirs, complété sur un terrain représentant un groupe immobilier N° 114 de la section 30 de la commune d'El-Biar	N° 379 du 19 décembre 2024 au nom du ministère de la Justice	**1,19**	**0,71**

24	Siège de la Cour suprême	Rue du 11 décembre 1960, commune d'El Biar(wilaya d'Alger),	22 082	25510	Un bâtiment principal, d'annexes composées d'un siège administratif et d'un bâtiment abritant des bureaux, représentant le groupe immobilier numéro 44 de la section 30 du plan d'arpentage de la municipalité d'El-Biar.	N° 86 du 9 novembre 2020 au profit du ministère de la Justice	6,94	4,17
25	Siège du Ministère de la Justice	08, rue Bir Hakem dans la commune d'El Biar (wilaya d'Alger)	4 433	9 613	Il se compose de six (06) bâtiments achevés sur un terrain, représentant le groupe immobilier N° 42 de la section 23 du Plan d'Arpentage de la Commune d'El Biar	N° 090 du 12 octobre 2021 au nom du ministère de la Justice	2,24	1,34
26	Centre pour les arts et la culture dans le Palais Rias El Bahr.	Situé dans la commune de la Casbah (wilaya d'Alger)	2 363	6 504	Il se compose de plusieurs bâtiments et structures achevés sur un terrain représentant le groupe de biens N° 02 de la section 01 du plan d'arpentage de la	N° 215 du 11 juin 2024 au nom du ministère de la Culture et des Arts (Centre des arts et de la culture du Palais des Rias El Bahr)	1,39	0,83

					commune de la Casbah			
27	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, utilisé dans le projet de construction de l'usine de dessalement de l'eau de mer	Situé au lieu-dit « Tighramt » dans la commune de Toudja (wilaya de Bejaia)	216 209	0	Groupe de propriétés N° 01 de la section 09 du plan d'arpentage de la commune de Toudja	N° 38 du 24 avril 2022 au nom du ministère de l'Énergie et des Mines	**0,08**	**0,05**
28	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, utilisé dans le projet de construction de l'usine de dessalement de l'eau de mer	Situé dans la commune d'El Marsa (Wilaya d'Alger)	50 000	0	Représentant les groupes de propriété N° 732, 733 et 797 de la section 01 du plan d'arpentage de la commune d'El Marsa	N° 75 du 09 août 2021 au nom du Ministère de l'Energie et des Mines	**5,00**	**3,00**
29	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, utilisé dans le projet de	Situé dans la commune de corso (wilaya de Boumerdès)	56 555	0	Représentant le groupe de biens N° 296 de la section 01 de la commune de corso	N° 93 du 1er septembre 2022 au nom du ministère de l'Énergie et des Mines	**2,26**	**1,36**

	construction de l'usine de dessalement de l'eau de mer							
30	Un terrain utilisé dans le projet de l'Institut National des Arts Dramatiques	Situé à Diar El Baraka, commune de Baraki (Alger),	98 662	0	Terrain	N° 191 du 22 novembre 2016 au nom du ministère de la Culture	1,78	1,07
31	Centre National de Traduction	Situé dans la commune d'Alger Centre (wilaya d'Alger)	7 906		Un bâtiment composé d'un rez-de-chaussée, de deux étages volés, d'un premier étage, d'un balcon, d'un étage volé et d'un deuxième étage.	N° 103 modifiant Décision ministérielle N° 051 du 16/03/2014 au profit du ministère de la Culture	0,86	0,51
32	Un terrain utilisé dans le projet d'achèvement d'un centre équestre	Situé sur la commune de Bordj El Kiffan (wilaya d'Alger)	50 000	0	Représente le groupe immobilier N° 134 de la section 07 de la commune de Burj El-Kiffan	N° 102 du 13 avril 2011 au nom du Ministère de la Jeunesse et des Sports	1,10	0,66
33	Un terrain, utilisé dans le projet d'achèvement d'une piscine semi-olympique	Situé sur la commune d'El Harrach (wilaya d'Alger)	5 000	0	Représentant le groupe de propriétés n ° 257 de la section 26 de la commune d'El Harrach	Décision wilaya N° 1932 du 03 avril 2023 au nom du ministère de la Jeunesse et des Sports	0,45	0,27

34	Un terrain utilisé pour la construction d'un stade d'entraînement	Situé dans la commune d'Aïn Taya (wilaya d'Alger)	10 000		Représentant le groupe de propriété N° 444 de la section 03 de la commune d'Ain Taya	Décision wilaya N°1383 du 1er mars 2016 au profit du Ministère de la Jeunesse et des Sports	**0,60**	**0,36**
35	L'aéroport Moufdi Zakaria	Situé dans la commune d'El-Atteuf (wilaya de Ghardaïa)	12 210 000	0	Aéroport	N° 91 du 12 novembre 2001	**6,11**	**3,66**
36	Classement d'un terrain comme bien public artificiel de l'Etat affilié aux aéroports et mise à la disposition du Ministère des Transports	Situé dans la commune de Tin Zaouatine (wilaya de Tamanrasset)	2 000 000	0	/	Classement d'un terrain situé dans la commune de Tin Zaouatine (Etat de Tamanrasset) comme bien public artificiel de l'Etat affilié aux aéroports et mise à la disposition du Ministère des Transports pour la construction d'un aéroport à usage limité	**0,40**	**0,24**
37	Un tarmac		10 923 357	0	Appartient à la 70ème section	Contrat N° 1837 du 1er juin 1959	**10,92**	**6,55**

41	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État a servi à incuber le Centre universitaire de Barika	Situé dans la commune de Barika (Wilaya de Batna)	400 000	0	Terrain	Décision d'attribution de la wilaya N° 578 du 08 juillet 2018 relatif au ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**2,00**	**1,20**
42	Résidence universitaire de 1000 lits (hommes)	Située dans la commune de Tissemsilt (wilaya de Tissemsilt)	22 574	0	Résidence universitaire de 1000 lits	Décision d'attribution de la wilaya N° 478 du 24 mai 2023 pour le ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**0,01**	**0,00**
43	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, qui comprend l'Université de Mohamed Boudiaf et une résidence universitaire à Msila	Situé dans la commune de Msila (wilaya de Msila)	454 378	0	Terrain	N° 19 du 24 août 2003, pour le Ministère de l'enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique	**1,82**	**1,09**

44	Une parcelle de terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, utilisée dans le projet d'achèvement du pôle universitaire	Située dans les fouilles de la commune de Laghouat (wilaya de Laghouat)	580 000	0	Terrain	Décision l'allocation de de la wilaya 2349 du 30 octobre 2022, en faveur du Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique (Université de Laghouat)	**5,80**	**3,48**
45	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, utilisé comme conteneur foncier pour l'Institut Supérieur Maritime.	Situé sur la commune de Bou Ismaïl (Wilaya de Tipaza)	159 470	0	Terrain représentant les parties 10, 11, 49 et 50	Arrêté ministériel d'attribution N° 073 du 05 juin 2005 pour le compte du Ministère des Transports (Institut Supérieur Maritime)	**1,99**	**1,20**
46	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, utilisé pour la construction du Centre de contrôle aérien du Ministère des Transports	Situé cite d'Agnar dans la commune de Tamanrasset (wilaya de Tamanrasset)	69 979	0	Terrain	Arrêté ministériel d'attribution N° 49 du 02 mai 2006 au nom du Ministère des Transports	**0,08**	**0,05**

47	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, utilisé pour répondre aux besoins du Centre de contrôle du trafic aérien	Situé cité d'Agnar, commune de Tamanrasset (wilaya de Tamanrasset)	28 952	0	Terrain	Arrêté ministériel d'attribution N° 48 du 02 mai 2006 pour le ministère des Transports	**0,03**	**0,02**
48	Siège du Centre de Recherche en Biotechnologie	Situé au lieu-dit « Nouvelle Ville d'Ali Mendjeli », Commune de Kharroub (wilaya de Constantine)	19 120	13362	Il se compose d'un bâtiment contenant un rez-de-chaussée et deux étages supérieurs, deux résidences fonctionnelles, un hall d'hôtes, un réservoir d'eau, un magasin d'électricité et un centre de garde.	Arrêté ministériel d'attribution N° 146 du 19 octobre 2014 relatif au ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique (Centre de recherche en biotechnologie)	**1,65**	**0,99**
49	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État utilisé dans le projet d'achèvement de l'Institut des Sciences de la Mer (1000	Situé dans le quartier Chaarir, Commune de Ténès (wilaya de Chlef)	58 335	0	Terrain	Décision ministérielle d'attribution N° 158 du 31 octobre 2019 au ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique (Université de Chlef – « Hassiba Ben Bouali »)	**1,05**	**0,63**

	places pédagogiques)							
50	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat utilisé pour la construction d'une école des douanes	Situé au lieu-dit « exploitation Agricole Collectif N° 07 Ferme Abd el Kader » Commune d'El Affroun (wilaya de Blida)	70 000	0	Terrain représente le groupe de propriétés N° 160 de la section 05 du plan d'arpentage de la commune d'El Affroun	Décision ministérielle d'attribution N° 085 du 27 avril 2014 au titre du ministère des Finances (Direction Générale des Douanes)	1,75	1,05
51	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, utilisé pour la construction du siège de l'Ecole Nationale des greffier	Situé au lieu-dit « Investisseur Agricole Collectif N° 04 et 10 » Ferme Abdelkader dans la Commune d'El Affroun (wilaya de Blida)	50 000	0	Terrain représente le groupe de propriétés N° 161 de la section 05 du plan d'arpentage de la commune d'El Affroun	Décision ministérielle N° 84 du 27 avril 2014 concernant l'attribution au ministère de la Justice	1,25	0,75

52	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, utilisé pour la construction du Pôle Universitaire Affroun	Situé au lieu-dit « Investisseur Agricole Collectif N° 01, 02, 03, 04, 05, 07 et 10 » Ferme Abd el Kader « Commune d'el Affroun (Wilaya de Blida)	1 341 713	0	Terrain Représentant le groupe de propriétés N° 157 de la section 05 du plan d'arpentage de la commune d'El Affroun	Décision ministérielle d'attribution N° 080 du 27 avril 2014 au ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique (Université de Blida 2)	**24,15**	**14,49**
53	Classement de trois parcelles de terrain, au sein du domaine public des aéroports et leur mise à la disposition du Ministère des Transports « Aéroport Mohamed Boudiaf »	Situées au lieu-dit « El-gouwari », Ain El Bey, Commune de Constantine, wilaya de Constantine	4 582 024	0	Terrain	Décret N° 107 du 18 août 2009 portant classement de trois parcelles de terrain situées au lieu-dit « El Gouawari », commune d'Ain El Bey de Constantine, wilaya de Constantine, au sein du domaine public des aéroports et leur mise à la disposition du Ministère des Transports « Aéroport Mohamed Boudiaf ».	**0,46**	**0,27**

54	Classement d'un terrain au sein du domaine public artificiel de l'État affilié aux aéroports et sa mise à la disposition du Ministère des Transports.	Situé dans la commune de Tindouf (Wilaya de Tindouf)	2 706 698	0	Terrain	Décret N° 54 du 05 avril 2009 portant classement d'un terrain situé dans la commune de Tindouf (wilaya de Tindouf) comme bien public artificiel de l'État affilié aux aéroports et sa mise à la disposition du Ministère des Transports	**1,08**	**0,65**
55	Classement parmi les biens publics artificiels de l'État appartenant aux Antiquités et Musées publics, le bien bâti dit « Palais du Bey Ahmed » mis à la disposition du Ministère de la Culture.	Situé dans la commune de Constantine	6 245	0	Biens publics artificiels	Décret N° 135 du 22 septembre 2009 classant le bâtiment « Qasr El Bey Ahmed » dans la commune de Constantine et le mettant à la disposition du Ministère de la Culture.	**0,60**	**0,36**

56	Hôpital médico-chirurgical d'urgence - Salim Zmirli	Situé sur la route de Baraki, Commune d'El Harrach (Alger)	33 770	28 045	Il se compose de plusieurs bâtiments achevés sur un terrain représentant le groupe de biens N° 02 de la section 25 du Plan d'arpentage de la Commune d'El Harrach	Décision ministérielle d'attribution N° 139 du 11 septembre 2019 au ministère de la Santé, de la Population et de la Réforme Hospitalière (établissement hospitalier spécialisé dans les urgences médicales - Salim Zmirli)	**3,96**	**2,37**
57	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, destiné à abriter une maternité de 60 lits	Situé dans la commune de Reghaia (wilaya d'Alger)	7 932	0	Terrain représentant le groupe immobilier N° 903 de la section 05 de la commune de Reghaia	Décret N° 4323 du 29 juillet 2021 au nom du ministère de la Santé	**0,59**	**0,36**
58	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, destiné à abriter un hôpital d'une capacité de 120 lits	Situé dans la commune de Baraki (wilaya d'Alger)	14 615	0	Terrain représente le groupe immobilier N° 37 de la section 12 de la commune de Baraki	Décret d'État N° 2745 du 16 mai 2023 au nom du ministère de la Santé	**0,66**	**0,39**
59	Un terrain utilisé dans le projet d'achèvement	Situé dans la commune de Tissemsilt (wilaya de Tissemsilt)	140 000	0	Terrain	Décision d'attribution de l'État N° 788 du 10 août 2023	**0,03**	**0,02**

	d'un hôpital de 240 lits							
60	Hôpital Bordj Bou Naama	Situé dans la commune de Bordj Bou Naama (wilaya de Tissemsilt)	44 728	0	Immeuble	Décision d'attribution de l'État N° 494 du 13 mai 2025	**0,63**	**0,38**
61	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat destiné à abriter l'hôpital médico-chirurgical d'urgence	Situé sur la commune de Sétif (Sétif)	499 995	0	Terrain représentant le groupe de biens N° 107 de la section 06 du plan d'arpentage de la commune de Sétif	Décision d'attribution de l'État N° 3775 du 26 septembre 2024	**3,00**	**1,80**
62	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, utilisé pour incuber le centre hospitalier universitaire « Benflis Touhami »	Situé dans la commune de Batna (wilaya de Batna)	86 600	0	Terrain	Décret d'attribution de l'État N° 1301 du 28 juillet 2004	**0,86**	**0,51**
63	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, utilisé pour abriter le Centre	Situé dans la commune de Batna (Wilaya de Batna)	66 487	0	Terrain	Décision N° 728 du 23 novembre 2014 sur l'attribution de l'État	**0,33**	**0,20**

	Hospitalier de Cancérologie							
64	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, utilisé pour abriter une clinique multiservices	Situé dans la commune de Béjaïa (wilaya de Béjaïa)	3 990	0	Terrain représente le groupe de propriétés N° 116 de l'article 294 du plan d'arpentage de la commune de Bejaia	Décision d'attribution de l'État N° 1142 du 05 juin 2025	**0,18**	**0,11**
65	Un terrain appartenant au domaine privé de l'Etat, pour abritait un hôpital de 240 lits	Situé dans le quartier de Mostakbal (wilaya de Touggourt)	7 140	0	Terrain	Contrat de vente N° 552/2004 du 14/08/2004 de la Coopérative Sonatrach au profit du Wilaya de Ouargla. Délibération N° 139 du 15/09/2011 transférée de l'Etat à la Direction de la Santé et de la Population.	**0,02**	**0,01**
66	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État, utilisé dans le cadre du projet d'achèvement	Situé dans le quartier d'Al-Kara ouest, commune d'El-oued (wilaya d'El Oued)	120 000	0	Terrain	Décret d'État N° 833 du 09 août 2020	**0,276**	**0,17**

	d'un hôpital de 240 lits							
67	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État utilisé pour incuber un établissement hospitalier	Situé au lieu-dit « Al-Djadla » dans la commune d'El Oued (Wilaya d'El Oued)	22 480	0	Terrain	Décret N° 2482 du 24/12/2013	**0,36**	**0,22**
68	Un terrain appartenant au domaine privé de l'État utilisé pour l'incubation d'un hôpital	Situé dans la commune d'Ain Defla (Wilaya d'Ain Defla)	50 000	0	Terrain	Décret N° 1865 du 15 septembre 2015	**0,01**	**0,01**
69	Un terrain appartenant au domaine privé de 'État, utilisé pour accueillir un hôpital universitaire	Situé dans la commune de Ouargla (wilaya d'Ouargla)	337 814	0	Terrain représentant les groupes de propriété 8 à 23, 62, 64 et 66 de l'article 85 et deux groupes de propriété N° 9 et 10 de l'article 86 de la Commune de Ouargla	Décret d'État N° 1234 du 28/11/2021 et Décret d'État N° 34 du 09/01/2022	**2,70**	**1,62**
70	Station d'épuration des eaux usées	Située dans la commune de Sidi Kada (Wilaya Mascara)	33 215	0	Représente le groupe immobilier N° 56 de la section 10 de la commune de Sidi Kada.	Décret d'État N° 761 du 12 mars 2020	0,0039858	**0,00**

71	Marché de gros de légumes et de fruits	Situé dans la commune de Sidi Abd el Moumen (Wilaya Mascara)	307 300	0	Représente le groupe immobilier N° 52 de la section 21 de la commune de Sidi Abd el Moumen	Décret d'Etat N° 4132 du 02 novembre 2014	3,34	2,00
72	Un ensemble de bâtiments qui abritait une résidence universitaire d'une capacité de 1000 lits et un pavillon socio-culturel	Situés dans la commune de Mascara, Wilaya Mascara,	26 026	0	Ensemble de bâtiments	Décret d'État N° 130 du 25 janvier 2008	0,001136742	0,00
73	Le projet d'usine de dessalement de l'eau de mer de Cap Blanc	Situé sur la commune d'Ain El Karma (wilaya d'Oran)	1 04 434	0	Représentant les groupes de propriété N° 80, 078, 76, 74, 72, 34, 33, 86, 84 et 82 de la section 3 de la commune d'Ain El Karma	Décision d'expropriation	0,0138834	0,01
74	Le projet de ville nouvelle d'Ahmed Zabana	Situé sur les communes d'Oran, Mesraghine et Sania (wilaya d'Oran)	13 714 493	0	Représentant plusieurs groupes de biens des sections 488 et 489 de la commune d'Oran, plusieurs groupements fonciers des départements 23, 26, 25 et 27 de la commune de Mesraghine et plusieurs groupements fonciers de la section 06 de la commune de Sania	Tronqué	0,89	0,53

75	Projet de silo de stockage de céréales	Situé sur la commune d'Oued Tlélat (wilaya d'Oran)	692 875	0	Représentant les groupes de propriété N° 03, 21, 17 et 09 des sections 18 et 20 de la commune d'oued Tlélat	Tronqué	0,00575784	0,00
76	Raccordement des bassins de l'usine de dessalement d'eau de mer cap blanc	Situé sur les communes d'Ain El Karma,boutelilis,el ensar et bouspher	396093		Un terrain d'une représentant plusieurs groupes de propriété des sections 13, 14, 03, 04, 05, 22, 23 de la commune d'Ain El Karma, plusieurs groupes de propriété 17, 23 et 24 de la commune de Boutlélis, plusieurs groupes de propriété des sections 06, 09, 10, 11, 17 de la commune El Ançor et plusieurs groupes de propriété des sections 06 de la municipalité de Bousfer	Expropriation pour cause d'utilité publique	0,06126314	0,037

77	Un terrain utilisé dans le projet d'achèvement d'un complexe sportif d'une capacité de 50 000 places	Situé sur la commune d'Ouled Saber (Sétif)	750 000	0	Terrain représente le groupe de propriétaires N° 21 de la section 17 de la commune d'ouled Saber	Contrat administratif N° 537 du 10 avril 2014, qui comprend la déduction d'une partie des terres agricoles exploitées par l'investisseur agricole collectif Gargour Mokhtar* Décret d'État N° 2408 du 23 juillet 2023	7,50	4,50
Total 02			**56 401 896**	**124061**			**149,23**	**89,55**

La Caisse Nationale d'Équipement pour le Développement relève au terme de l'évaluation menée que la valeur de soixante-dix-sept (77) actifs immobiliers constituant la liste n°2 d'actifs et devant servir de sous-jacent pour l'émission de Sukuk souverains Ijara est estimée à 149,23 Milliards de DA et que leur usufruit est de 89,55 Milliards de DA

المصدر : (sukuk.mf.gov.dz، 2026)

الملحق رقم 06 :وضعية عمليات الخزينة العمومية في الجزائر

	2022	2023
	(بملايير الدينارات)	
إجمالي إيرادات الميزانية و الهبات	**9 524,1**	**10 718,1**
إيرادات المحروقات *	**5 507,7**	**5 577,0**
منها : صندوق ضبط الإيرادات الإجمالية	2 295,8	1 720,7
إيرادات خارج المحروقات	**4 016,5**	**5 141,1**
إيرادات جبائية	**2 988,0**	**3 495,6**
الضرائب على الدخل	1 249,9	1 562,0
الضرائب على رأس المال	50,8	60,0
الضرائب على الاستهلاك	1 255,3	1 399,1
الرسوم الجمركية والحقوق المماثلة	337,4	354,1
ضرائب ورسوم أخرى	92,1	117,9
ناتج الغرامات	2,5	2,4
إيرادات غير جبائية	**1 028,5**	**1 645,5**
مداخيل الأملاك التابعة للدولة	67,2	81,8
مداخيل المساهمات المالية للدولة	754,5	1 341,6
مختلف حواصل الميزانية	206,7	222,1
الأموال المخصصة للمساهمات والهبات والوصايا	0,0	0,0
إجمالي نفقات الميزانية	**9 935,7**	**11 721,5**
نفقات المستخدمين	2 797,8	3 208,9
النفقات التشغيلية للخدمات	221,2	325,8
النفقات الرأسمالية	1 948,7	2 710,2
نفقات التحويل	4 115,0	5 263,3
فوائد الدين العام	365,4	419,4
نفقات العمليات المالية	131,9	395,6
نفقات أخرى	355,7	-601,7
رصيد الميزانية	**-411,5**	**-1 003,5**
فوائد الدين العام	365,4	419,4
الرصيد الأولي	**-46,1**	**-584,0**
رصيد حسابات التخصيصات	100,4	-25,3
تدخلات الخزينة	638,4	657,2
الرصيد الإجمالي	**-949,6**	**-1 686,0**
تمويل	**949,6**	**1 686,0**
بنكي+ صندوق ضبط الإيرادات	618,1	1 177,4
غير بنكي	341,0	518,0
خارجي	-9,5	-9,3

*بما فيها حصص أرباح المؤسسة الوطنية البترولية

المصدر : (بنك الجزائر، 2024)

الملحق رقم 07: توزيع القروض الموجهة للاقتصاد حسب القطاع في الجزائر

	2019	2020	2021	2022	2023
	(بملايير الدينارات، نهاية المدة)				
القطاع العمومي	5 636,0	5 792,7	4 143,5	4 350,1	4 458,0
القطاع الخاص	5 221,3	5 389,0	5 650,5	5 764,5	6 239,2
الإدارة المحلية	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
المجموع :	**10 857,8**	**11 182,3**	**9 794,7**	**10 115,2**	**10 697,9**
	(التغير السنوي بالنسبة المئوية)				
القطاع العمومي	14,0	2,8	-28,5	5,0	2,5
القطاع الخاص	3,8	3,2	4,9	2,0	8,2
الإدارة المحلية	6,1	4,1	11,3	-17,0	10,0
المجموع :	**8,8**	**3,0**	**-12,4**	**3,3**	**5,8**
	(بالنسبة المئوية من الإجمالي)				
القطاع العمومي	51,9	51,8	42,3	43,0	41,7
القطاع الخاص	48,1	48,2	57,7	57,0	58,3
الإدارة المحلية	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
المجموع :	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

المصدر : (بنك الجزائر، 2024)

الملحق رقم08 : تطور الدين العمومي الداخلي في الجزائر

	2019	2020	2021	2022	2023
	(بملايير الدينارات؛ نهاية الفترة)				
إجمالي الدين الداخلي	**8 751,1**	**9 423,4**	**13 703,6**	**15 259,7**	**15 920,4**
الدين الجاري	1 301,3	1 469,2	2 682,9	3 460,7	4 354,3
أذونات الخزينة والسندات المماثلة	1 301,3	1 469,2	2 682,9	3 460,7	4 354,3
أخرى *	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
دين التطهير	7 066,4	7 482,3	10 696,7	11 481,4	11 255,5
قروض طويلة الأجل من بنك الجزائر	6 556,2	6 556,2	6 556,2	6 516,2	6 269,2
تسبيقات استثنائية من بنك الجزائر	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ديون معاد شرائها	208,0	623,9	3 838,3	4 663,0	4 684,1
مؤسسات عمومية، شركات عمومية ذات طابع صناعي والتجاري والصناعات الفلاحية	199,0	162,9	126,5	134,0	134,0
مديونية التطهير التكميلية	0,0	452,0	452,0	452,0	452,0
دين الفلاحين	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
الالتزامات بإعادة شراء القروض المجمعة	0,0	0,0	2 079,7	2 614,1	2 635,2
التزامات استثمار السيولة	0,0	0,0	1 171,1	1 453,9	1 453,9
تسوية الأموال الخاصة بالبنوك	302,2	302,2	302,2	302,2	302,2
سندات الصندوق الوطني للتقاعد	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
سندات الصندوق الوطني للتأمين الاجتماعي	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
أخرى (قرض وطني) *	183,4	181,9	34,0	27,7	20,6
ديون على مراكز الصكوك البريدية	200,0	290,0	290,0	290,0	290,0
للتذكير :					
الدين الداخلي بالنسبة المئوية من إجمالي الناتج الداخلي	42,7	51,0	62,1	55,1	48,9
إجمالي الناتج الداخلي	23 090,1	20 902,1	25 157,8	32 028,4	32 588,7

* رقم مستلم من الخزينة العمومية

المصدر : المديرية العامة للخزينة

المصدر : (بنك الجزائر، 2024)