

نحو صكوك إسلامية حكومية مبتكرة لبنك الجزائر لإدارة السياسة النقدية
**Towards innovative governmental Islamic Sukuk for the Bank of
 Algeria to manage monetary policy**

أحمد مداني

Ahmed Medani

جامعة الشلف (الجزائر)، مخبر العولمة وانعكاساتها على اقتصاديات دول الشمال الإفريقي، a.medani@univ-chlef.dz

تاريخ الاستلام: 2020/03/09 تاريخ القبول: 2020/10/09 تاريخ النشر: 2020/10/18

ملخص:

يستعرض هذا البحث إحدى تطبيقات الهندسة المالية واستخدامها في تصميم وابتكار صكوك إسلامية حكومية - كبديل للأدوات المالية التقليدية- تُمكن بنك الجزائر *Bank Of Algeria* "BOA" من استخدامها كأداة في عمليات السوق المفتوحة للتحكم في التضخم في إطار إدارة السياسة النقدية. وبعد الانتهاء من الجانب التطبيقي كشف البحث الكثير من النتائج والتي في ضوءها تم وضع التوصيات التي تخدم بنك الجزائر، وتساعد في إدارة وتعديل السيولة النقدية باستخدام أنواع الصكوك الإسلامية الحكومية المقترحة (صكوك مشاركة *BOA*، صكوك إجازة *BOA*، صكوك سلم *BOA*) في إطار سياسة السوق المفتوحة المطبقة في السوق النقدية الجزائرية، والتحول التدريجي لهذه السوق من سوق تقليدية إلى سوق تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

كلمات مفتاحية: بنك الجزائر؛ ابتكار؛ صكوك حكومية؛ سياسة نقدية.

تصنيفات JEL : H54, G23.

Abstract:

This research reviews one of the applications of financial engineering and its use in designing and innovation an islamic government sukuk –as an alternative to traditional financial instruments- that allows the Bank of Algeria "BOA" to use it as an instrument in open market operations to control inflation within the framework of monetary policy management.

After completing the applied side, the research revealed many results, and through which results were put the recommendations that serve the BOA, and help her in liquidity management using the proposed types of government sukuk (Sukuk Musharaka of BOA, Sukuk Ijara of BOA, Sukuk Salam of BOA) within the framework of the open market policy applied in the Algerian money market, and the gradual transformation of this market from a traditional market to a market that operates according to the provisions of Islamic Sharia.

Keywords: BOA; Innovation; Government Sukuk; Monetary Policy.

JEL Classification Codes: H54, G23

مقدمة:

يمارس المصرف المركزي سياسته النقدية بمجموعة من الأدوات المباشرة وغير المباشرة من أجل السيطرة على عرض النقود، وتنظيم حركة رؤوس الأموال بين الداخل والخارج لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية، والتي يجسدها المربع السحري لكالدور: السيطرة على التضخم وتحقيق الاستقرار النقدي، تحقيق النمو المستهدف في الناتج القومي، تخفيض البطالة، وتحقيق توازن ميزان المدفوعات. إلا أن الحديث عن تلك الأدوات التي يمتلكها المصرف المركزي لتحقيق الدور المطلوب منه منها ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فإن تلك الأدوات تكون أقل تأثيراً أو قاصرة عن تحقيق الهدف الذي أنشئت من أجله المصارف الإسلامية ولا تتوافق مع طبيعة عمل هذا النوع من المؤسسات المالية.

إن هذا القصور في الأدوات الرقابية التقليدية أصاب دور المصرف المركزي بالعجز في علاقته مع المصارف الإسلامية، وأمام هذه الصعوبات أبدعت العقول الإقتصادية والقانونية والشرعية -في إطار الهندسة المالية الإسلامية- أدوات يمكن لها أن تسد ذلك القصور والنقص في أدوات المصرف المركزي،

وتصلح كبداية لأدوات السياسة النقدية التقليدية، وتكون فعالة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث كونها لا تتعامل بالربا، وفي الوقت نفسه بإمكانها تحقيق أهداف السياسة النقدية من حيث قدرتها على تحقيق استقرار المعروض النقدي، واستقرار الأسعار، والسيطرة على التضخم، وتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، وهي الصكوك الإسلامية الحكومية.

وتعتبر ماليزيا والبحرين والسودان من أهم الدول التي أصبحت تصدر أنواعاً كثيرة من الصكوك الإسلامية الحكومية لغرض استخدامها في عمليات السوق المفتوحة من أجل تنظيم السيولة وتعديلها بما يسمح بالتحكم في التضخم، إلى جانب أغراض تمويلية قصيرة وطويلة الأجل.

لذلك جاءت هذه الورقة البحثية لدراسة الصكوك الإسلامية الحكومية وبيان مدى الحاجة إليها في مجال السياسة النقدية كأداة نقدية بديلة لأدوات السياسة النقدية التقليدية المتضمنة للربا، يمكن استخدامها من طرف بنك الجزائر في عمليات السوق المفتوحة، وذلك بالإسترشاد بتجارب دولية رائدة. وبالتالي يمكن طرح الإشكالية التالية: ما هي أهم الصكوك الإسلامية الحكومية التي يمكن لبنك الجزائر إصدارها واستخدامها في إدارة السياسة النقدية بكفاءة؟

أهمية البحث: قد يُنظر إلى آلية عمل الصكوك الحكومية الإسلامية كآلية لتمويل العجز لدى الحكومة لا أكثر، ولكننا إذا نظرنا إلى القصور الكبير في الأدوات الرقابية التقليدية، والتكامل الذي يجب أن يسود بين السياستين النقدية والمالية، ووجوب أن تنسجم هاتين السياستين بهدف تصحيح الوضع الاقتصادي في الدولة بكفاءة وفعالية لتحقيق هدف الاستقرار المالي والنقدي في الدولة، فإن تصميم مثل هذه الصكوك باستخدام الهندسة المالية الإسلامية ستكون أداة فاعلة في يد بنك الجزائر تستخدم لإدارة السياسة النقدية ضمن عمليات السوق المفتوحة بهدف التأثير على السيولة واحتياطيات البنوك من جهة، وأداة لتمويل المشروعات الحكومية المراد تنفيذها من جهة أخرى.

أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى بلوغ الأهداف التالية:

- الوقوف على واقع ممارسة بنك الجزائر للسياسة النقدية وأدوات إدارة السيولة؛

- تسليط الضوء على أحد التطبيقات الهامة للصكوك الحكومية الإسلامية في مجال إدارة السياسة النقدية، ومدى فعاليتها في إدارة السيولة؛
- تقديم مقترح لصكوك إسلامية حكومية في إطار الهندسة المالية لبنك الجزائر لاستخدامها في إدارة السيولة النقدية ومعالجة الأزمات والمشكلات الناتجة عنها.

فرضيات البحث: يستند هذا البحث إلى الفرضيتين التاليتين:

- يواجه بنك الجزائر صعوبات كثيرة في إدارة السياسة النقدية بالأدوات التقليدية؛
 - تتسم الصكوك الإسلامية الحكومية بكفاءتها في إدارة السيولة كبديل للأدوات التقليدية.
- منهج البحث:** اعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي والذي تم من خلاله وصف صكوك إسلامية حكومية في إطار الهندسة المالية الإسلامية، وبيان أهميتها، وتحليلها من حيث إيجابياتها وآلية استخدامها في إدارة السيولة النقدية عن طريق سياسة السوق المفتوحة واقتراحها على بنك الجزائر لهذا الغرض كبديل لأدوات السياسة النقدية التقليدية.

هيكل البحث: لبلوغ الأهداف المرجوة، تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاث محاور نوردها على النحو التالي:

- **المحور الأول:** واقع أدوات السياسة النقدية التقليدية لإدارة السيولة من طرف BOA؛
- **المحور الثاني:** الصكوك الإسلامية الحكومية المقترحة لإدارة السيولة في السوق النقدي الجزائري؛
- **المحور الرابع:** النتائج والاقتراحات.

المحور الأول: واقع أدوات السياسة النقدية التقليدية لإدارة السيولة من طرف BOA

من المتعارف عليه في أدبيات الصيرفة المركزية أن التحكم في الائتمان المصرفي وبالتالي عرض النقود يتم بطريقتين: إما عن طريق استخدام الأدوات المباشرة أو الأدوات غير المباشرة أو كليهما. وبنك الجزائر (BOA) تستخدم أنواعاً عدة من تلك الأدوات في إدارة وتنفيذ السياسة النقدية للجزائر بهدف تحقيق استقرار سعر صرف العملة الوطنية، والحفاظ على استقرار النظام النقدي والمالي لدعم النمو الاقتصادي.

- واستمراراً لنهج بنك الجزائر في الحفاظ على مستوى من السيولة المصرفية لتمويل الاقتصاد واحتواء مخاطر الضغوط التضخمية، قام بنك الجزائر خلال الفترة (2017-2020) بحزمة من الإجراءات أهمها:
- استبدال عمليات إعادة الخصم بعمليات السوق المفتوحة لضخ السيولة خلال النصف الثاني من عام 2017، واستخدام قناة سعر الفائدة التوجيهي لنقل أثر وتوجيهات السياسة النقدية (بنك الجزائر، 2018، 20)؛
 - تبني آلية جديدة تتمثل في "آلية التمويل غير التقليدي لعجز الموازنة" خلال عام 2018 من خلال برامج التيسير الكمي وذلك بعد تعديل الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض بنهاية عام 2017، حيث يقوم بنك الجزائر بموجب هذه الآلية بشراء مباشر للسندات الحكومية لمدة خمس سنوات للمساهمة في سد العجز الموازي وتمويل الصندوق الوطني للاستثمار بما يساعد على احتواء الاختلالات الاقتصادية الداخلية والخارجية (صندوق النقد العربي، 2019، 127)؛
 - تعقيم فوائض السيولة من خلال إعادة تفعيل عمليات امتصاص السيولة مع بداية عام 2018، وتعقيم جزء من فائض السيولة الناتج عن موارد التمويل غير التقليدي الموجهة لمؤسسة سوناطراك، بالإضافة إلى رفع معدل الاحتياطات الإلزامية من 4% إلى 8% مع بداية سنة 2018، ثم من 8% إلى 10% في جوان 2018، ثم إلى 12% في فيفري 2019 (بنك الجزائر، 2019، 17)؛
 - الشروع العملي للحكومة الجزائرية في تطبيق نظام الصيرفة الإسلامية ضمن مخطط عملها للفترة (2020-2025) بإصدار النظام رقم 20-02 بتاريخ 2020/03/15 المتعلق بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية لامتناع السيولة من السوق الموازية وتعبئة المزيد من الموارد المالية، وبالتالي فتح المجال لاستخدام الصكوك الإسلامية كأداة فعالة للسياسة النقدية في ظل المضاعف التي تواجهها أدوات السياسة النقدية التقليدية.
- وقد أثرت هذه الأدوات على أداء السياسة النقدية وعلى نمو عرض النقود في الجزائر، حيث سجل عرض النقود بتعريفه الواسع (M2)، والمكون من النقد المتداول خارج البنوك وإجمالي الودائع لدى

البنوك، ارتفاعاً في مارس 2019 نسبتته 4.1% (17314.5 مليار دينار) ليلعب 677.8 مليار دينار، مقارنة بارتفاع نسبته 11.1% عام 2018، و 8.4% في عام 2017. علاوة على ذلك، سجلت الودائع المصرفية معدل نمو بلغ 4% في مارس 2019، مقارنة بمعدل نمو نسبته 14.2% و 10.1% في عامي 2018 و 2017 على التوالي، وقد شكلت الودائع ما نسبته 70.3% من عرض النقود بتعريفه الواسع. وارتفع معدل نمو النقد المتداول خارج المصارف بنسبة 4.9% (211.2 مليار دينار) في مارس 2019، مقارنة بنسبة 4.4% (209.9 مليار دينار) في عام 2018 (بنك الجزائر، 2019، 11).

المحور الثاني: الصكوك الإسلامية الحكومية المقترحة لإدارة السيولة في السوق النقدي الجزائري:

ظلت مسألة استنباط وسائل وأدوات للتحكم في السيولة من جانب البنوك المركزية من القضايا الأساسية التي تواجه معدي السياسات النقدية والتمويلية. ولعل صدور النظام رقم 20-02 بتاريخ 2020/03/15 المتعلق بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها، والشروع العملي للحكومة الجزائرية في تطبيق نظام هذه الصيرفة ضمن مخطط عملها للفترة (2020-2025)، فضلاً عن المصاعب التي تواجهها أدوات السياسة النقدية التقليدية، كل ذلك يُعتبر من الدواعي لاستحداث أدوات مالية (صكوك إسلامية) جديدة للتحكم في السيولة وتحسين إدارتها في الاقتصاد. وفيما يلي أهم الصكوك الإسلامية الحكومية المقترحة على بنك الجزائر لهذا الغرض:

1- مقترح صكوك مشاركة BOA:

1-1- التعريف: تعرف صكوك مشاركة البنك المركزي بأنها "صكوك مشاركة تمكن حاملها من مشاركة البنك المركزي ووزارة المالية في ملكيتهما لأسهمهما بالجهاز المصرفي، وتنشأ هذه الصكوك بعد حصر مساهمات البنك المركزي ووزارة المالية وتحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى صكوك مشاركة بقيم متساوية" (الهيئة العليا للرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية، 1997، 01). وتتسم هذه الصكوك بأنها ذات قيمة واحدة وقابلة للتداول ومفتوحة الأجل، وليس لها تاريخ محدد، ولحاملها حق المشاركة في أرباح وخسائر البنوك المنضوية تحتها، وليس لحامل الصك أرباح نقدية بل يحق له الحصول على أرباح عند بيعها، كما يحق لحاملها بيعها مباشرة للبنك المركزي في أي وقت (الحسن محمد وآخرون، 2004،

33). وبإمكان بنك استخدام هذه الصكوك من أجل تنظيم السيولة النقدية في الاقتصاد. فبنك الجزائر بحاجة ماسة لأداة مالية قائمة على أسس شرعية وعلى حد من المرونة تسمح له بتنظيم حجم السيولة النقدية بما يتلاءم مع أهداف السياسة العامة النقدية للدولة ولحماية أسعار الصرف من تقلبات العرض والطلب المفاجئة.

1-2- الإجراءات: يمكن لبنك الجزائر أن يستخدمها لتحقيق أهدافه على النحو التالي (دربوش وآخرون، 2018، 90؛ شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015، 02-03):

- يحصر بنك الجزائر ملكيته في البنوك التجارية ويُقوِّمها ثم يجعلها صندوقاً مستقلاً يكون عند إنشائه مملوكاً بالكامل لبنك الجزائر.
- يصدر بنك الجزائر عدداً معلوماً ومحدداً من الصكوك استناداً على قيمة الصندوق، وتكون قيمة كل صك عند إصداره جزءاً من قيمة الصندوق الكلية.
- يعلن بنك الجزائر للجمهور عن إنشاء الصندوق ومحتواه وعدد الصكوك المصدرة عليه.
- يدعو بنك الجزائر الجمهور لمشاركته في ملكية الصندوق وأرباحه عن طريق بيع جزء من حصته في الصندوق مقدرة بعدد معلوم من الصكوك.
- يصبح مشتري الصكوك مالكاً مشاركاً لبنك الجزائر في الصندوق بنسبة قيمة صكوكه للقيمة الكلية للصندوق (أو بنسبة عدد الصكوك المملوكة للمشتري لعدد الصكوك الكلي).
- يشارك مشتري الصكوك بنك الجزائر في أرباح الصندوق المحولة من البنوك التجارية بنسبة حصته.
- يحق لمشتري الصكوك أن يحتفظ بملكية هذه الصكوك أو أن يبيعها إلى بنك الجزائر.
- تكون تكون مشاركة مشتري الصكوك مع بنك الجزائر في الصندوق غير مؤقتة.

1-3- الخصائص: تقوم صكوك مشاركة BOA المقترحة على توريق الأصول المملوكة لبنك الجزائر ووزارة المالية في الجهاز المصرفي. ومن أهم خصائصها ما يلي (دربوش وآخرون، 2018، 89):

- لها قيمة إسمية محددة (face value) تكون مذكورة في الصك وقيمة محاسبية (fair value market) يتم اعلائها كل ثلاثة أشهر وتعكس الأرباح الحقيقية النقدية والزيادة

الرأسمالية في قيمة الأصول المسندة عليها هذه الصكوك، وسعر للتبادل (selling price) ويتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند تبادل الصك.

- ليست لها فترة سريان محددة وهي قابلة للتداول في السوق الثانوية وسهلة التسييل.
- البيع والشراء يتم أساساً من خلال مزادات ولكن توجد معاملات خارج المزاد.
- عمليات المزاد تحكمها أسس وضوابط محددة منها أن يحتوي الطلب على عروض لا تزيد عن خمسة وبأسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية وأن لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن 25% من جملة المزاد ولا يسمح لأي مصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر.
- تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية وآلية لإدارة السيولة للبنك المركزي.
- يكون العائد على هذه الصكوك في شكل أرباح رأسمالية يتم تحقيقها عند بيعها.

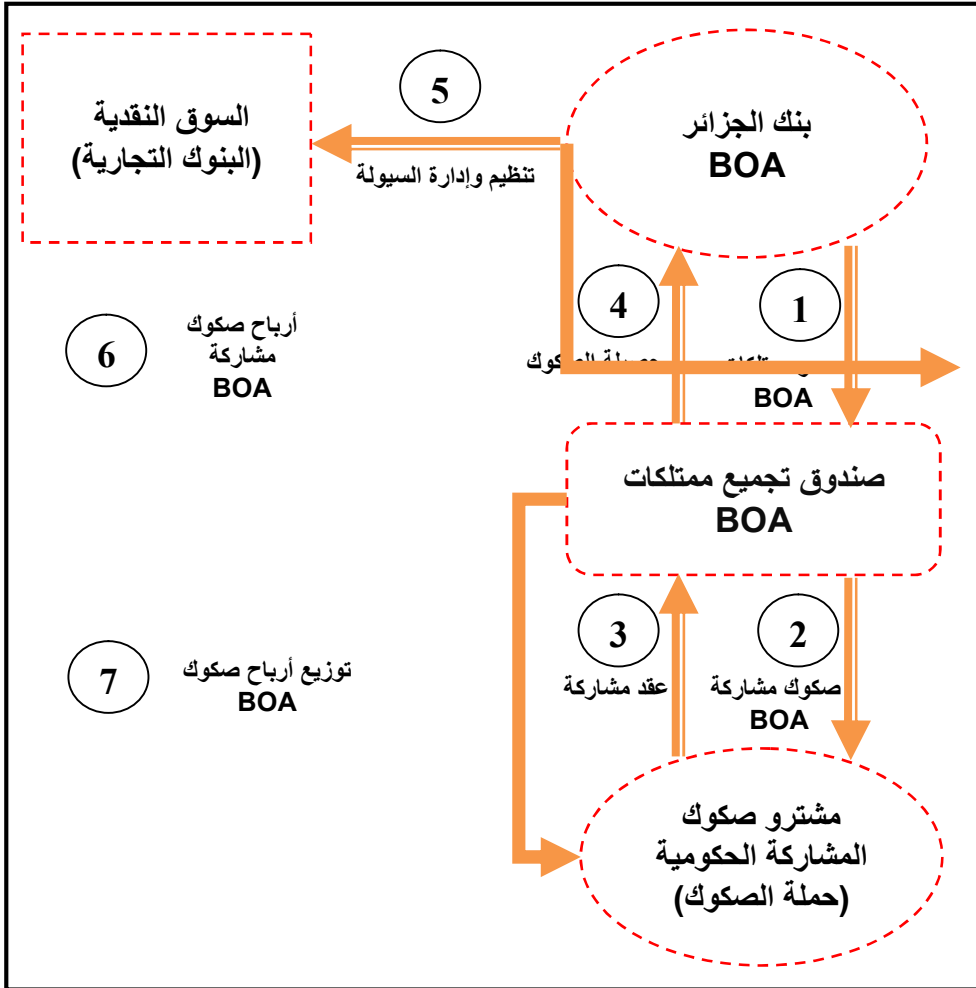
1-4- الكفاءة في إدارة السيولة: إن عمليات السوق المفتوحة أكثر كفاءة في التأثير على السيولة بالمقارنة مع تغيير الاحتياطي القانوني (Federal Reserve Bank of New York, 41, 2019)، ومما لا شك فيه أن إدارة السيولة بكفاءة سيؤدي إلى رفع قدرة البنك المركزي للحد من التضخم المالي، مما يؤدي إلى خلق مناخ مناسب للاستثمار.

وبالتالي إذا أراد بنك الجزائر تخفيض السيولة لدى البنوك التجارية فإنه يقوم بإصدار صكوك بقيمة المبلغ الذي يود سحبه من البنوك التجارية، وتقوم هذه الأخيرة بتقديم عروضها بعدد الصكوك التي تود شراءها وكذلك الأسعار التي ترغب في تقديمها، ثم يتم ترتيب كل العروض وفقاً لأسعارها وكذلك جمع الصكوك المطلوبة بطريقة تراكمية، وعندما يصل الرقم التراكمي للصكوك للرقم المراد بيعه يكون السعر المقدم مع آخر طلب. وإذا أراد بنك الجزائر زيادة السيولة في الاقتصاد الوطني فسوف يطلب من البنوك تقديم عروض لبيع صكوك مشاركة BOA. وسوف يتم تحديد السعر وفقاً لنتيجة المزاد، ولكن هنا السعر يكون الأعلى الذي يقابل آخر طلب يجعل المجموع التراكمي للصكوك مساوياً لما يرغب بنك الجزائر في شرائه. ويمكن لأحد البنوك بيع الصكوك إلى بنك آخر كما يحق له بيعها لبنك الجزائر.

تستخدم هذه الآلية من قبل بنك الجزائر في التحكم في إدارة السيولة فإذا رأى أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرض شراء هذه الصكوك من مالكيها، وإذا شعر بزيادة في السيولة عرض ما عنده من صكوك للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة. وبالطبع يلعب السعر الذي يعرضه بنك الجزائر للصك دوراً هاماً في تنفيذ عمليات البيع والشراء.

1-5- مخطط لآلية سير صكوك مشاركة BOA في إدارة السيولة: يوضح الشكل التالي المقترح خطوات إصدار وسير صكوك مشاركة BOA:

الشكل 1: آلية عمل صكوك مشاركة BOA



المصدر: من إعداد الباحث.

2- مقترح صكوك إجارة BOA:

2-1- تعريف صكوك إجارة BOA وأهدافها: صكوك إجارة البنك المركزي هي صكوك مالية

حكومية يتم إصدارها على صيغة الإجارة وذلك بغرض تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك عن طريق تصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين (البنوك) (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2019، <http://www.shahama->

sd.com/ar/content/lisyg-lslmy).

وتهدف هذه الصكوك إلى تحقيق الأهداف التالية (دريوش وآخرون، 2018، 95):

- تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة؛
- توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك ويتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك المركزي وعرضها للمستثمرين.

2-2- تجارب رائدة في إصدار صكوك الإجارة داعمة للمقترح: وفي هذا الإطار، أصدر بنك

السودان المركزي صكوك إجارة حكومية سُميت بـ "شهاب" سنة 2005 (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2013، 04) سعياً منه لتنويع وتطوير آليات إدارة السيولة في الاقتصاد، حيث أجازت الهيئة العليا للرقابة الشرعية صيغة الإجارة والتي تتم عن طريق البيع الإيجاري، ببيع الأصول لجهة تصدر وفقاً لها صكوك ذات عائد يتم بيعها للأفراد والمؤسسات أو البنوك وقابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية (شريف وآخرون، 2003، 23). كما قام بنك البحرين المركزي سنة 2005 بإصدار "صكوك الإجارة الحكومية قصير الأجل" وهي أداة مالية تمثل أصولاً حكومية يصدرها مصرف البحرين المركزي نيابة عن حكومة مملكة البحرين، وتقوم هذه الأخيرة بموجب هذا الإصدار بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشراؤها من الحكومة ثم تأجيرهم إياها للحكومة بقسط تأجيري، بموجب عقد إجارة منتهية بالتسليم بحيث تعد حكومة مملكة البحرين بإعادة شراء تلك الأصول في نهاية مدة الإصدار بثمن يمثل القيمة الأصلية التي اشترت بها من الحكومة، كما تضمن حكومة مملكة البحرين هذه الصكوك ضماناً مباشراً وغير مشروط، وذلك بتعهدتها بإعادة شراء الأصول المؤجرة عند تاريخ نهاية الإصدار بالقيمة الأصلية لهذه

الأصول، كما تضمن استمرارية استئجارها لتلك الأصول طيلة مدة الإصدار (Central Bank of)
(Bahrain, 2020, <https://www.cbb.gov.bh/government-securities/>).

وفي هذا الجانب كذلك يمكن لبنك الجزائر أن يستفيد من تجربة البنك المركزي الماليزي في إدارة السيولة، فقد قدم البنك المركزي الماليزي أداة مالية إسلامية جديدة تُعرف باسم "صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي"، والتي تم إصدارها في فيفري 2006 بواسطة شركة ذات الغرض الخاص "BNM Sukuk Berhad"، وبموجبها قام البنك المركزي الماليزي بتصكيك مبانیه مستخدماً صيغة الإجارة الإسلامية من خلال بيع أصوله (المتثلة في مبانیه) ومن ثم إيجارتها من ملاكها الجدد (حملة صكوك الإجارة)، مقابل رسوم استئجار ستوزع بين المستثمرين كعوائد على أساس نصف سنوي (براضية وجعفر هني، 2015، 296).

2-3- إجراءات إصدار صكوك إجارة BOA: يتم إصدار صكوك إجارة BOA بعائد ثابت يتم تحديده من قبل بنك الجزائر بعد دعوة جميع المؤسسات المالية المؤهلة للمشاركة. حيث يتم تنفيذ إجراءات الإصدار على النحو التالي:

- يقوم بنك الجزائر بتوجيه دعوات المشاركة وتشمل جميع تفاصيل الإصدار إلى جميع المؤسسات المالية المؤهلة للمشاركة.
- تقوم المؤسسات المالية بتقديم عطاءاتها إلى بنك الجزائر بالكمية التي يرغبون بها.
- يتم توزيع حجم الإصدار بالنسبة والتناسب لجميع المؤسسات المالية المشاركة في تغطية الإصدار.
- يقوم بنك الجزائر بإخطار المؤسسات المالية المشاركة بنتيجة العطاءات والكمية المخصصة لهم.
- يقوم بنك الجزائر بإصدار بياناً يوضح فيه نتيجة التخصيص، بما في ذلك رقم الإصدار، تاريخ الإصدار، تاريخ الاستحقاق، مبلغ الإصدار، قيمة العائد ومجموع العطاءات المستلمة، كما يتم نشر هذه المعلومات على الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر.

- تتم تسوية المعاملات الناتجة عن مشاركة بنوك التجزئة من خلال الخصم من حسابات البنوك بتاريخ الإصدار وذلك بعد يوم أو يومين من تاريخ تقديم العطاءات.
- تقوم هيئة الرقابة الشرعية لبنك الجزائر بمراجعة الإجراءات المتبعة لإصدارات الصكوك والتأكد من شرعية هذه الإجراءات مع وجود الفتوى اللازمة.

2-4- استخدام صكوك إجارة BOA في إدارة السيولة: حيث أن بعض أنواع الصكوك مثل صكوك الإجارة، يتمتع بالاستقرار إلى درجة قد تصل إلى الثبات في صافي العوائد، بالنظر إلى معلومية الأجرة مسبقاً، وحيث أن صكوك الإجارة الحكومية تتمتع بدرجة عالية من الثقة والضمان من حيث الالتزام بدفع الأجرة في مواعيدها، والالتزام بالوفاء وبالوعد، بإعادة شراء الأصل المؤجر في نهاية مدة الإجارة، فإن صكوك الإجارة هذه تصلح بديلاً قوياً لأذونات (سندات) الخزينة وشهادات الإيداع في السياسة النقدية (بدران، 2017، 92) لبنك الجزائر، من خلال ما يسمى بالسوق المفتوحة.

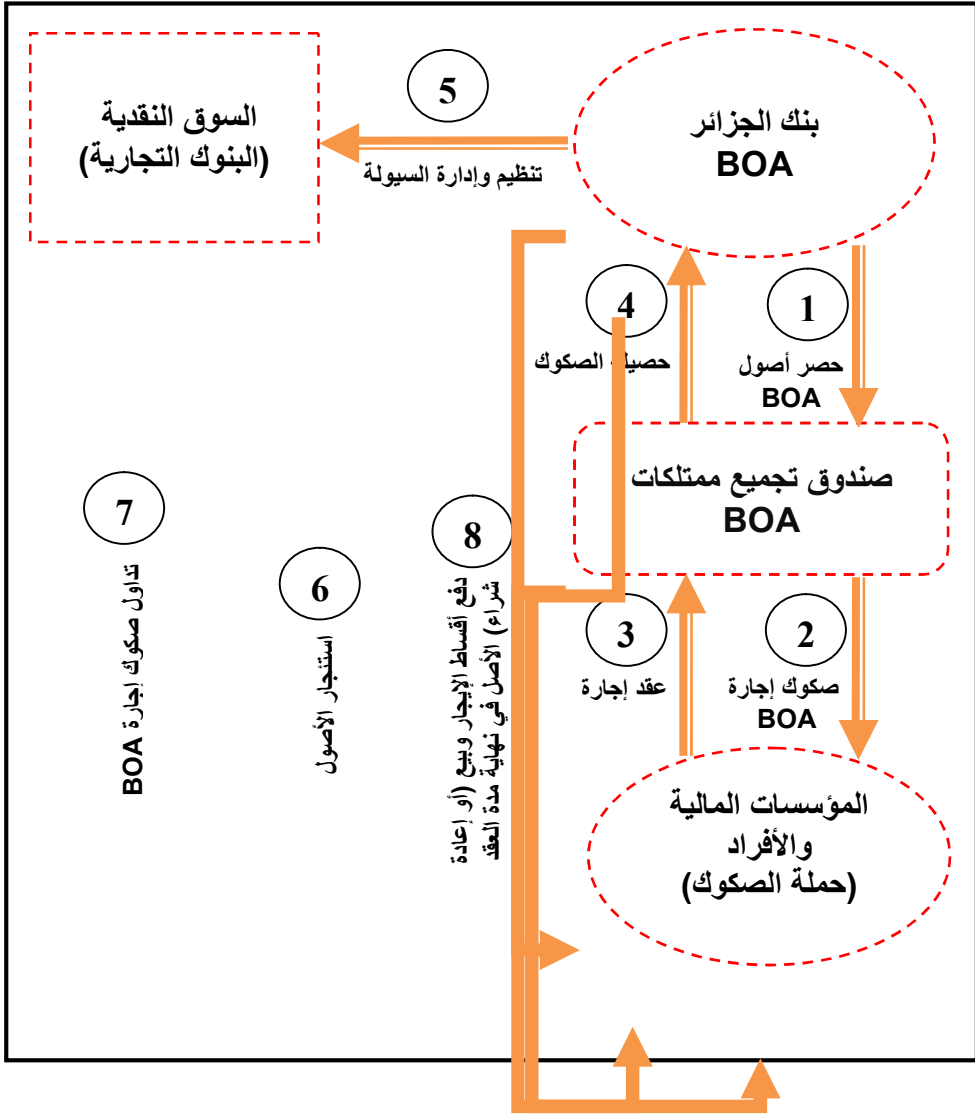
إذ يستطيع بنك الجزائر أن يشتري صكوك الإجارة الحكومية من السوق النقدية عندما يرغب في زيادة العرض النقدي، ويبيعها عندما يرغب في تقليص كمية النقود.

وتدخّل بنك الجزائر في سوق الصكوك - بالبيع أو بالشراء- يؤثر على أسعار صكوك الإجارة، على اعتبار استقرار العائد للصك.

وهذا التأثير سينتقل إلى بقية عناصر السوق النقدية، في حالة دخول بنك الجزائر مشترياً أو بائعاً؛ الأمر الذي ينشأ عنه تغيرات في الربحية المتوقعة للاستثمار، وبالتالي يدعم الأثر المرغوب فيه لدخول بنك الجزائر للسوق، وهذا التأثير يكون في اتجاهين معاً، هما كمية النقود وسعر الفائدة في السوق التقليدية، أو كمية النقود والعائد المتوقع في السوق الإسلامية.

2-5- آلية سير صكوك إجارة BOA: من خلال ما سبق، تمر عملية إصدار صكوك إجارة BOA المقترحة عبر خطوات ومراحل عديدة نوضحها في الشكل المقترح التالي:

الشكل 2: آلية إصدار صكوك إجارة BOA



المصدر: من إعداد الباحث

3- مقترح صكوك سلم BOA قصيرة الأجل:

3-1- تعريف صكوك السلم قصيرة الأجل: هي أدوات مالية تعبر عن عملية استثمارية أطرافها

الحكومة (بائعة الأصل) والبنك المركزي (مشتري الأصل ومدير محفظة صكوك السلم)، يقوم بموجبها

البنك المركزي بشراء أصول (نפט أو غاز أو ألنلوم...) من الحكومة بصيغة السلم حيث تقوم المحفظة بدفع ثمن السلعة عاجلاً واستلام السلعة آجلاً (عثمان، 2009، 10).

وتستفيد الشركات والدول في بيع ما لديها من ثروات طبيعية في صورة عقد السلم بأن تطرح شيئاً من هذه الثروات على فترات وأزمان متفاوتة بثمان عاجل وتسليم آجل مع مراعاة شروط بيع السلم التي ذكرها الفقهاء، ويجوز وفق رأي من يقول بجواز بيع السلم قبل قبضه أن تطرح هذه الصكوك في السوق الثانوية للبيع (المطلق، 2010، 16).

ولقد قامت مؤسسة نقد البحرين بإصدار صكوك السلم فباعت الألنلوم بتسليم آجل مع قبض الثمن عاجلاً (Abdul Majid, 2003, 09)، وورد في مقدمة بيان الإصدار الصادر بتاريخ 6/5/2001 تحت عنوان طبيعة الصكوك وأساسها الشرعي ما يلي: "صكوك السلم الإسلامية الحكومية هي أداة تمثل أصولاً (ألنلوم خام) موصوفة في الذمة مؤجلة التسليم، تصدرها حكومة مملكة البحرين بغرض إيجاد مجالات جديدة لاستثمار فائض الموارد المالية في المجتمع ولتمويل الإنفاق والاحتياجات قصيرة الأجل لمشروعات التنمية المختلفة" (المطلق، 2010، 16-17).

وتعتبر صكوك السلم قصيرة الأجل بديلاً إسلامياً لسندات الخزانة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة، وبالتالي تستطيع المصارف الإسلامية المشاركة فيها. ونسبة لأهمية هذه الصيغة فقد عمل بنك السودان المركزي بالتنسيق مع وزارة المالية والاقتصاد الوطني والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية، مستفيدين من تجربة دولة البحرين الخاصة بصيغ بيع السلم في استنباط واستحداث أسلوب عملي لإصدار سندات حكومية إسلامية لا تتعارض والشريعة الإسلامية.

3-2- أهداف إصدار صكوك سلم BOA قصيرة الأجل: يمكن لبنك الجزائر، إذا ما قام بإصدار صكوك السلم الحكومية قصيرة الأجل، أن يحقق الأهداف الخاصة بإصدار هذا النوع من الصكوك فيما يلي (حسن، 2004، 37-38):

- تطوير منتجات مالية ذات جودة عالية للسوق البينية للمصارف الإسلامية والشركات والمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل لدى تلك الجهات والتي يُستثمر جزء منها خارج الاقتصاد الوطني ووفق معاملات ربوية؛
- استخدام صكوك السلم قصيرة الأجل كأداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية عالمية إسلامية؛
- إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل.

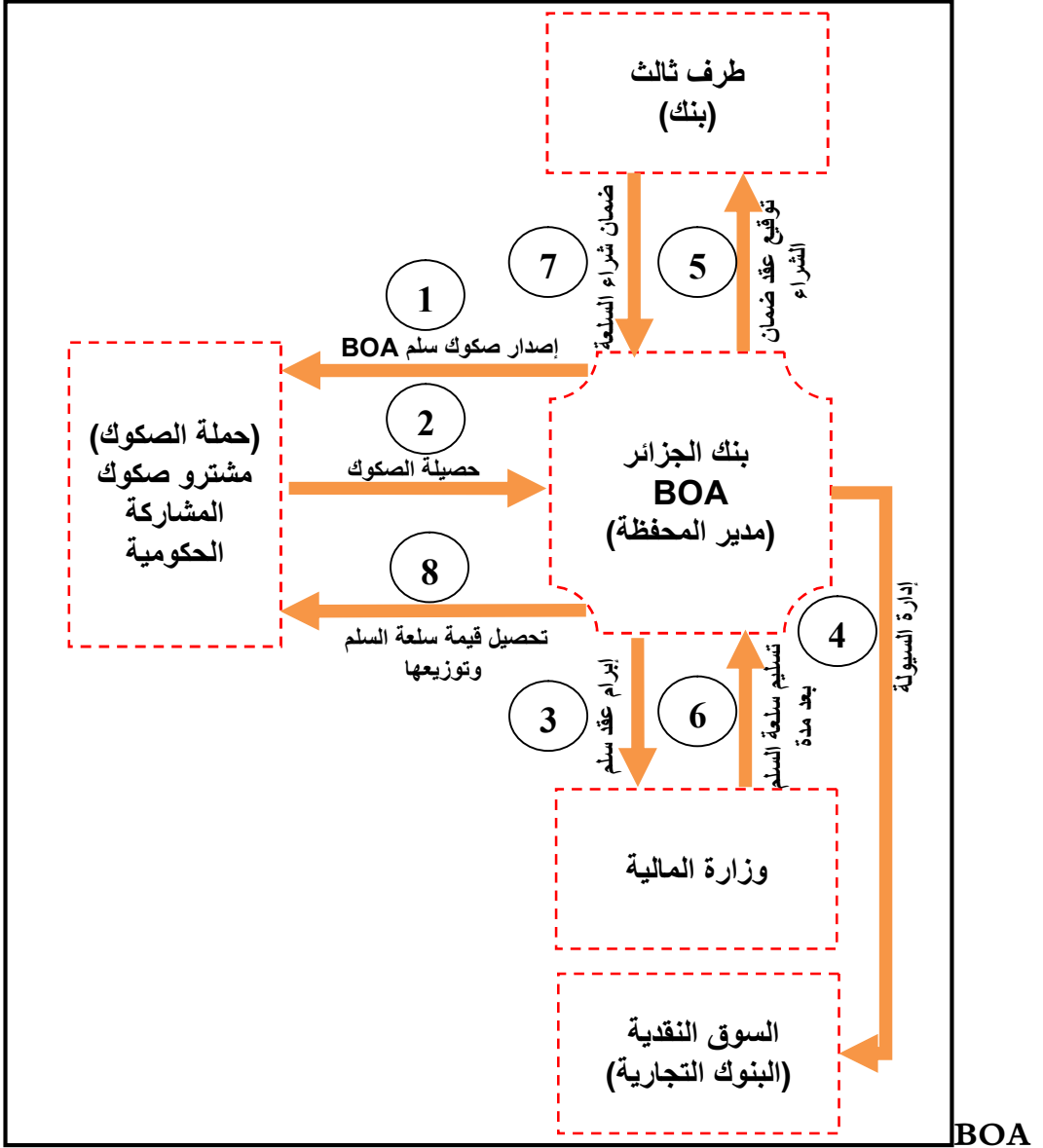
3-3- إجراءات إصدار صكوك سلم BOA قصيرة الأجل: تتلخص إجراءات إصدار صكوك سلم BOA قصيرة الأجل المقترحة فيما يلي:

- يقوم بنك الجزائر (بصفته ممثلاً لوزارة المالية) بدعوة البنوك والأفراد والشركات والمؤسسات المالية الراغبة في الاستثمار في الصكوك للمشاركة في محفظة الصكوك بالقدر الذي ترغب في شرائه من صكوك السلم المصدرة واستلام قيمة الصكوك المحددة لكل جهة للدخول في مضاربة يُنفذها بنك الجزائر نيابة عن تلك الجهات بغرض شراء السلعة التي تمثلها الصكوك (كمية محددة من النفط مثلاً) بسعر عاجل يتم التعاقد عليه مع وزارة المالية ثم بيع تلك السلعة عند حلول الأجل.
- يقوم بنك الجزائر بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم بتوقيع عقد السلم مع وزارة المالية كممثل للحكومة المالكة للسلعة (النفط) والذي ينطوي على اتفاق بين الطرفين لشراء الأول نفظاً بمواصفات وكمية وسعر محدد يدفع عاجلاً وإقرار من الطرف الثاني بقبض الثمن والتزامه بتسليم السلعة أو قيمتها حسب سعر البيع للنفط لاحقاً تسليم ثلاثة أشهر بربح معلوم وذلك لأن أسعار النفط تسليم ثلاثة أشهر مثلاً هو سعر معروف مسبقاً ويمكن تبعاً لذلك التعاقد عليه.

- يتم تحديد أحد البنوك كطرف ثالث ليوقع مع بنك الجزائر (مدير المحفظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة وفقاً للأسعار الدولية للسلعة تسليم ثلاثة أشهر كجهة ضامنة لشراء السلعة في حالة عدم تمكن الجهة المسوقة للحكومة من شراء تلك السلعة بذلك السعر.
- عند انتهاء أجل السلم، يقوم بنك الجزائر بتحصيل قيمة السلعة موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة.

3-4- آلية سير صكوك سلم BOA قصيرة الأجل: حسب ما سبق من تحليل، تمر عملية إصدار صكوك سلم BOA المقترحة عبر خطوات ومراحل عديدة نوضحها في الشكل التالي:

الشكل 3: آلية إصدار صكوك سلم



المصدر: من إعداد الباحث

المحور الثالث: النتائج والاقتراحات

تطرق هذا البحث بالتحليل والمناقشة إلى موضوع "نحو صكوك إسلامية حكومية مبتكرة لبنك الجزائر لإدارة السياسة النقدية"، حيث تم في المحور الأول استعراض واقع أدوات السياسة النقدية التقليدية

(المباشرة وغير المباشرة) لإدارة السيولة من طرف بنك الجزائر وإجراءات تطبيقها، وأهم المستحقات المتعلقة بتطبيق الصيرفة الإسلامية في الجزائر. وفي المحور الثاني من البحث تم اقتراح ثلاثة أنواع من الصكوك الإسلامية الحكومية لإدارة السيولة في السوق النقدي الجزائري، ويتعلق الأمر بصكوك مشاركة BOA وصكوك إجارة BOA وصكوك سلم BOA قصيرة الأجل، مع تعريف كل نوع من هذه الصكوك وإجراءات تطبيقها وكفاءتها في إدارة السيولة وآلية عملها وفق مخططات مقترحة.

وقد توصل البحث إلى العديد من النتائج التي تُثبت صدق الفرضيات المطروحة، وأهمها ما يلي:

1. يمكن استخدام الصكوك الإسلامية الحكومية بسهولة ومرونة ونجاح وفعالية في عمليات السوق المفتوحة كبديل عن الأدونات والسندات الحكومية، وتزيد في توطيد العلاقة بين المصرف المركزي والمصارف الإسلامية.

2. يستخدم بنك الجزائر (BOA) أنواعاً عدة من الأدوات التقليدية المباشرة وغير المباشرة في إدارة وتنفيذ السياسة النقدية للجزائر بهدف تحقيق استقرار سعر صرف العملة الوطنية، والحفاظ على سلامة واستقرار النظام النقدي والمالي لدعم النمو الاقتصادي، إلا أن هذا الهدف لم يتحقق بسبب عدم كفاءة هذه الأدوات (صحة الفرضية الأولى).

3. سيساعد إصدار النظام رقم 20-02 المؤرخ في 2020/03/15، والمتضمن قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية، على دفع الحكومة الجزائرية إلى تعديل القانون التجاري الجزائري واستحداث صكوك حكومية لإدارة السيولة النقدية في الجزائر.

4. يمكن لبنك الجزائر استحداث صكوك المشاركة الحكومية واستخدامها في التحكم في إدارة السيولة، فإذا رأى أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرضت شراء هذه الصكوك من مالكيها، وإذا شعر بزيادة في السيولة عرض ما عنده من صكوك للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة (صحة الفرضية الثانية).

5. يستطيع بنك الجزائر استحداث صكوك الإجارة الحكومية واستخدامها في إدارة السيولة، حيث يشتري هذه الصكوك من السوق النقدية عندما يرغب في زيادة العرض النقدي ويبيعها عندما

يرغب في تقليص كمية النقود، الأمر الذي ينشأ عنه تأثيراً على كمية النقود وتغيرات في الربحية المتوقعة للاستثمار (صحة الفرضية الثانية).

6. يمكن لبنك الجزائر، إذا ما قام بإصدار صكوك السلم الحكومية قصيرة الأجل، أن يحقق تطوير منتجات مالية ذات جودة عالية للسوق البينية للبنوك الإسلامية والشركات والمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل، واستخدام هذه الصكوك كأداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية إسلامية، وإعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل (صحة الفرضية الثانية).

وبناءً على ما تم التوصل إليه من نتائج، نقترح ما يلي:

1. إسراع بنك الجزائر في إصدار تعليمات وتشريعات جديدة تدعم وتشجع إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية (صكوك المشاركة الحكومية، صكوك الإجارة الحكومية، صكوك السلم الحكومية)، واستخدامها لإدارة السيولة في الجزائر كإحدى أدوات السياسات النقدية الإسلامية.

2. التخلي التدريجي عن أدوات السياسة النقدية التقليدية لمحدوديتها في التحكم في السيولة وآثارها السلبية الناجمة من سعر الفائدة المتضمن فيها.

3. توعية البنوك والمؤسسات المالية في الجزائر بأهمية مشاركة بنك الجزائر والتعاون معها في إنجاح دور الصكوك المستحدثة في إدارة السيولة البينية وتحقيق التوازن والاستقرار في المؤشرات النقدية والاقتصادية.

4. ضرورة إنشاء هيئة الرقابة الشرعية لبنك الجزائر وقيامها بمراجعة الإجراءات المتبعة لإصدارات الصكوك الإسلامية الحكومية والتأكد من شرعية هذه الإجراءات مع وجود الفتوى اللازمة.

المراجع:

أولاً- الكتب باللغة العربية:

1. بدران، أحمد جابر (2017). كتاب الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي - مع دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق - (ط2). مصر، القاهرة: دار النشر للجامعات.
2. براضية، حكيم، وجعفر هني، محمد (2015). دور التصكيك الاسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية. الأردن، عمان: دار البازوري للنشر والتوزيع.
3. الهيئة العليا للرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية (1997). كتاب الفتاوى (ج2). السودان، الخرطوم.
- ثانياً- المجلات والمؤتمرات والتقارير:
4. الحسن محمد، عبد الله، وآخرون (2004). تقييم أدوات السياسة النقدية والتمويلية في السودان خلال الفترة (1980-2002م). سلسلة الدراسات والبحوث، إصدار رقم (4)، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان.
5. دربوش، محمد الطاهر، وآخرون (2018). صكوك التمويل الإسلامي كآلية لتفعيل عمليات السوق المفتوحة - تجربة البنك المركزي السوداني نموذجاً. مجلة المالية والأسواق، 4(8)، جامعة مستغانم، مستغانم، الجزائر.
6. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (2013). تقييم أداء الصكوك الحكومية في السودان وأثره على الاقتصاد الوطني للفترة (1998م-2012م). منشورات الشركة، الخرطوم. السودان.
7. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (2015). شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) البدايات، المشاكل والمعوقات ومقترحات الحلول. منشورات الشركة، الخرطوم. السودان.
8. شريف، عبد الرحيم، وآخرون (2003). إمكانية استحداث أدوات نقدية ومالية لإدارة السيولة. سلسلة الدراسات والبحوث، الإصدار (10)، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان.
9. محمد حسن، صابر (2004). إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي. سلسلة الدراسات والبحوث، الإصدار رقم (2)، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان.
10. المطلق، عبد الله بن محمد (2010). الصكوك. ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.
11. بنك الجزائر (2019). النشرة الإحصائية الثلاثية. سلسلة نشرات بنك الجزائر، الإصدار رقم (46)، الجزائر العاصمة، الجزائر.

12. بنك الجزائر (2018). حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2017 وتوجهات سنة 2018. تقرير محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، الجزائر العاصمة، الجزائر.
13. صندوق النقد العربي (2019). التطورات النقدية والمصرفية وتطورات أسواق المال في الدول العربية. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- ثالثاً- مواقع الويب:

14. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (2019)، المنتجات المالية، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsyg-lslmy> seen on: 24/11/2019.

رابعاً- المراجع باللغة الأجنبية:

1. Abdul Rais, Abdul Majid (2003). *Development of liquidity management instruments: Challenges and opportunities*. International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation g and Supervision, Jakarta, Indonesia.
2. Federal Reserve Bank of New York (2019). *Open Market Operations during 2018*. New York, USA.
3. Central Bank of Bahrain, Government Securities (2020), on website: <https://www.cbb.gov.bh/government-securities/> seen on: 08/03/2020.