

## أثر الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية

## - دراسة استشرافية للسوق المالية الجزائرية -

The impact of Islamic instruments in revitalizing the financial markets  
-A prospective study of the Algerian financial market-

علي بالموشي

فخر الدين حدد<sup>1</sup>

جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

مخبر الدراسات الفقهية والقضائية

مخبر الدراسات الفقهية والقضائية.

bellamouchi-ali@univ-eloued.dz

Fakhereddine-heded@univ-eloued.dz

تاريخ الوصول 2021/05/03 القبول 2021/08/03 النشر على الخط 2022/01/15

Received 03/05/2021 Accepted 03/08/2021 Published online 15/01/2022

## ملخص:

يتطرق هذا البحث إلى آلية هامة من آليات التمويل الإسلامي، التي يمكن لها أن تشكل حلا مناسباً للركود الذي تشهده السوق المالية في الجزائر، هاته الآلية هي: الصكوك الإسلامية التي تعد من أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية، ومن أكبر الأدلة على ذلك أنها تعرف انتشاراً واسعاً وإقبالاً منقطع النظير، سواء في الدول الإسلامية أم في بقية دول العالم، لما لها من مزايا تسهم في تطوير العمل المصرفي وتمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة. فهل يمكن للتصكيك الإسلامي أن يكون منفذاً للسوق المالي بالجزائر؛ يخرج من خلاله من أزماته وقلة نشاطه وحيويته التي يعرفها نتيجة لاعتماده المفرط على مداخل النفط المتميزة بالتذبذب وعدم الاستقرار؟ لقد توصلنا من خلال هذا البحث إلى أن لتطبيق تجربة الصكوك الإسلامية آفاقاً واسعة في السوق المالي بالجزائر، وأنها تعتبر أداة تمويلية ناجحة لتفعيل هاته السوق، وذات قدرة على تعبئة الموارد وتمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة، بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية؛ السوق المالية، التمويل الإسلامي، السوق المالي الجزائري.

**Abstract:**

This research deals with an important mechanism of Islamic finance mechanisms, which can constitute an appropriate solution to the recession in the financial market in Algeria. These mechanisms are: Islamic instruments, which are considered one of the most important products of the Islamic financial industry, and one of the biggest evidence for this is that they are widely spread. And an unrivaled demand, whether in Islamic countries or in the rest of the world, because of its advantages that contribute to the development of banking and the financing of various investment projects.

So can the Islamic codification be an outlet for the financial market in Algeria? He emerges through him from his crises, lack of activity and vitality that he knows as a result of his excessive dependence on oil revenues characterized by volatility and instability? Through this research, we have concluded that the application of the experience of Islamic sukuk has promising prospects in the financial market in Algeria, and that it is considered a successful financing tool to activate this market, and has the ability to mobilize resources and finance various investment projects, with the aim of achieving the desired economic development.

**Key words:** Islamic instruments; Financial market, Islamic finance, the Algerian financial market.

البريد الإلكتروني: Fakhereddine-heded@univ-eloued.dz

<sup>1</sup> - المؤلف المرسل: فخر الدين حدد

## مقدمة:

يشهد قطاع المالية الإسلامية خلال السنوات الأخيرة تطورا مذهلا وانتشارا واسعا في مختلف أسواق المال العالمية، سواء في الدول الإسلامية أم غيرها، وذلك راجع حسب خبراء القطاع إلى الطلب المتزايد والإقبال المستمر من طرف الأفراد والمؤسسات وتفضيلهم المنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن أبرز تلك المنتجات: الصكوك الإسلامية، التي تشكل عنصرا بارزا ومكونا أساسيا في سوق رأس المال الإسلامي.

وقد سعت كثير من الدول حول العالم - سواء العربية أم الغربية- إلى تطبيق تجربة التصكيك الإسلامي للاستفادة من مزاياها الكبيرة وفوائدها على مستوى الاقتصاد الكلي؛ كتمويل عجز الموازنة وتنشيط الأسواق المالية وتمويل المشروعات التنموية ومشروعات البنية التحتية.

والجزائر في حاجة اليوم أكثر من أي وقت مضى إلى الاستفادة من مزايا المالية الإسلامية؛ لإجباياتها سالفة الذكر، وهذا بسبب تراجع المداخل المالية المعتمدة بصفة أساسية على قطاع المحروقات، مما نتج عنه تراجع كبير في ميزانية الدولة واختلال في السياسات المالية والاقتصادية، وبالتالي ركود واضح للأسواق المالية.

- إشكالية الدراسة: ما مدى إمكانية مساهمة الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي في الجزائر؟

- أهمية الدراسة: تظهر أهمية هذه الدراسة في أهمية الموضوع الذي تتناوله؛ فالصكوك الإسلامية تعرف ازدهارا متزايدا وانتشارا واضحا، وهي تمثل بديلا مناسباً لمداخل النفط التي تعتمد عليها الجزائر، فالسوق الجزائرية في حاجة -كما يصرح به الخبراء- إلى تطبيق تجربة الصكوك الإسلامية، للاستفادة من إيجابياتها الكثيرة التي أبرزها تنوع مداخلها المالية واستثماراتها الاقتصادية للتخلص من التبعية للمحروقات، وتحقيق الإقلاع الاقتصادي المبني على معايير اقتصادية حقيقية. وهذه الدراسة جاءت لتجلية دور تلك الصكوك في تنشيط الأسواق المالية بالجزائر وتفعيلها لتؤدي الدور المنوط بها.

- الدراسات السابقة:

بعد بحث وتنقيب عن الدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع لم نعث على كثير من الدراسات المتخصصة؛ نظرا إلى أنه موضوع لم يتم التطرق إليه كثيرا في البحوث والمنشورات الأكاديمية حسب ما يبدو، ومن بين الدراسات التي وقعت بين أيدينا مقالات قليلة لبعض الباحثين في مجالات علمية متخصصة، وبعض البحوث التي قدمت في مؤتمرات وندوات علمية مختلفة، وأبرزها:

1- الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي: 05 و06 ماي 2014، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، من إعداد الأستاذ الدكتور سليمان ناصر، والأستاذة ربيعة بن زيد.

2- استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربة السودان وماليزيا نموذجا)، وهو مقال منشور في مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة المسيلة، الجزائر، رقم: 2017/04 (ISSN: 2543-3725)، من إعداد الدكتور البشير زيدي، والأستاذ حفوطة الأمير عبد القادر.

3- تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، مقال منشور في مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم (1)، أبريل 2018، من إعداد الدكتورة راضية لسود، والأستاذة سامية لعسل، ومسعودة آمال بن سعيد.

#### - أهداف البحث:

تهدف دراستنا هذه للوصول إلى الأهداف الآتية:

- 1- بيان مفهوم الصكوك الإسلامية، والوقوف عند أبرز خصائصها ومزاياها وأنواعها المختلفة.
- 2- توضيح الضوابط الشرعية والقانونية التي تنظم إصدار وتداول هذا النوع من الصكوك.
- 3- إبراز أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية.
- 4- الوقوف على ضرورة تطبيق الصكوك الإسلامية في السوق المالية بالجزائر، للاستفادة من مزاياها العديدة.
- 5- بيان دور التصكيك الإسلامي في تنشيط وتفعيل السوق المالي الجزائري.

#### 1- الجانب النظري للصكوك الإسلامية:

##### 1-1- تعريف الصكوك الإسلامية وآلية إصدارها وضوابطها:

##### 1-1-1- تعريف الصكوك الإسلامية:

أ- لغة: الصكوك، جمع: صك، والصك في اللغة العربية: الضرب بشدة، يقال: صكّ فلان فلانا، أي ضربه<sup>(1)</sup>. كما يطلق "الصك" ويراد به: الكتاب، ويُجمع على: صكوك، وصكاك، وأصكك، وهو فارسي معرّب<sup>(2)</sup>، أصله: جكّ، ومن معانيه أيضا: وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه<sup>(3)</sup>. ومنه فالصك هو ورقة مكتوبة تثبت لمالكها حقا في مال، أي هو نوع من أنواع الأوراق المالية.

ب- اصطلاحا: تنوعت عبارات الباحثين والهيئات والمجالس الاقتصادية والمالية الإسلامية في تعريف الصكوك الإسلامية، ومن تلك التعريفات:

- عرّفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحوّل إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه"<sup>(4)</sup>.
- وعرّفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»<sup>(1)</sup>.

<sup>1</sup> - ابن منظور، محمد بن مكرم، لسان العرب، لا ط دار صادر، بيروت، المجلد 10، ص: 456.

<sup>2</sup> - الفيروزآبادي، محمد بن يعقوب، القاموس المحيط، ط8، مؤسسة الرسالة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 2005، ص: 946.

<sup>3</sup> - ابن منظور، المصدر السابق، ص: 457.

<sup>4</sup> - مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم: 178 (4/19)، الدورة 19، منظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 01.

فالصكوك الإسلامية إذن: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، يتم إصدارها وفق صيغ التمويل الإسلامية، ولحاملها الحق في الاشتراك مع الغير في الأرباح والخسائر، والملكية لأصول مشروع استثماري موجود أو سيتم إنشاؤه من حصيله المكتتاب.

ومما سبق يتضح أنّ التصكيك الإسلامي هو عملية تحويل الأصول المقبولة شرعا إلى صكوك مالية مفصلة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق شريطة أن يكون محلها غالبه أعيانا وذات آجال محددة بعائد محدد أو غير محدد، ولا يكون خاليا من المخاطر. كما يمكن القول أيضا: أنه عبارة عن عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء يمثل كل منها صكًا قابلاً للتداول من أجل الاستثمار في سوق رأس المال وفقا للضوابط والمعايير الشرعية الإسلامية<sup>(2)</sup>.

### 1-1-2- آلية إصدار الصكوك الإسلامية:

تمر عملية التصكيك الإسلامي بعدة مراحل، حيث يتم خلالها الالتزام بما يأتي:

أ- لكي يتم الاستثمار عن طريق الصكوك لا بد من إعداد تصور هيكلي وتنظيمي مع تقديم دراسات الجدوى للمشروع، وكذا دراسة المسائل القانونية، وأن يتضمن ذلك نشرة الإصدار مع وضع النظم واللوائح المحددة لحقوق وواجبات أطراف العلاقة المرتبطة بالصكوك. ولإيجاد الطمأنينة والثقة لدى المكتتبين لا بد أولا من حسن اختيار الأطراف الذين لهم صلة بالصكوك، كالمؤسسات المالية والشركات المحتاجة للتمويل<sup>(3)</sup>.

ب- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين)، وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص، مهمتها تمثيلهم أمام الأطراف الأخرى<sup>(4)</sup>.

ج- طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستموّل بها الموجودات الممثلة للصكوك<sup>(5)</sup>.

د- تسويق الصكوك: ويتم عن طريق طرح الصكوك للاكتتاب على الجمهور مباشرة، وقد يتم عن طريق المؤسسة أو المؤسسات المالية ببيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع لها، ثم تقوم بطرحها للجمهور<sup>(6)</sup>.

هـ- التعهد بتغطية الاكتتاب: ويتم عن طريق تعهد مؤسسة من المؤسسات المالية - مغايرة للجهة المصدرة للصكوك - بتوفير السيولة المالية في مقابل هامش ربح للجهة المتعهدّة، بحصولها على الصك بأقل من قيمته الاسمية، وبعد تملكه تقوم بتوكيل الجهة المصدرة ببيع الصكوك وتسويقها بقيمتها الاسمية الحقيقية للحصول على الربح المطلوب لتلك الجهة المتعهدّة<sup>(1)</sup>.

<sup>1</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

<sup>2</sup> - ينظر عبد القادر زيتوني، ورقة بحثية بعنوان: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية ل: 2008/2007، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 1 و2 ديسمبر 2010، ص: 02.

<sup>3</sup> - ينظر عبد الستار أبو غدة، بحث في المعاملات والأساليب المصرفية 87/2، طبعة مجموعة دلة البركة، نقلا عن رمضان عبد الله الصاوي أستاذ الفقه المشارك، كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، صكوك الاستثمار ودورها في التنمية الاقتصادية، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي بتاريخ: 2017/07/31 (aliqtisadalislami.net)، تاريخ التصفح: 2020/07/13.

<sup>4</sup> - الدكتور رمضان عبد الله الصاوي، المرجع السابق.

<sup>5</sup> - لتفاصيل أكثر ينظر: جريدة الاقتصادي، 05 خطوات لطرح الصكوك وإدارتها، العدد 12629، 1429 هـ.

<sup>6</sup> - عبد الستار أبو غدة، المرجع السابق 91/2.

وبعد هذه الخطوات التحضيرية تأتي مرحلة الاكتتاب التي تشكل مرحلة التعاقد الفعلي بين مالك المشروع والمستثمرين (حكمة الصكوك)، ثم تأتي ترتيبات ما بعد الاكتتاب<sup>(2)</sup>.

كما تجدر الإشارة إلى أنّ الأطراف في هيكل التصكيك تشمل كلاً من: المنشئ، المصدر والمستثمرين. ويمكن أن يشمل أيضاً بالإضافة إلى ذلك ما يأتي: واحدة أو أكثر من وكالات التصنيف الائتماني لتصنيف الأوراق المالية (الصكوك)، ومصرفاً استثمارياً للتصرف بصفته مستشاراً أو لترح الصكوك للمستثمرين<sup>(3)</sup>.

### 1-1-3- الضوابط الشرعية لعملية التصكيك الإسلامي:<sup>(4)</sup>

أحازت مجامع الفقه الإسلامي التعامل بالصكوك الإسلامية، ووضعت لها مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها، كما استنبط فقهاء المؤسسات المالية الإسلامية معايير قياس عوائدها التشغيلية والرأسمالية، وكيفية توزيع تلك العوائد بين أصحاب هذه الصكوك (المشاركين) وبين الجهة المصدرة لها (المضارب) وبين أي جهة أخرى قد تكون ساهمت في عمليات إصدار الصكوك وتداولها، ومن أبرز الضوابط الشرعية والفنية التي تحكم وتنظم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ما يأتي:

أ- يحكم الصكك عقود الاستثمار الإسلامية، مثل: المشاركة، والمضاربة، والسلم، والاستصناع، والإجارة، وغيرها من العقود متى كانت تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

ب- يضبط الصكوك أحكام المشاركة، ومنها: خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة، أي تطبيق مبدأ: "الغنم بالغم".

ج- يكون للجهة المصدرة للصكوك شخصية اعتبارية مستقلة عن أشخاص المشاركين في الصكوك، وهي المسؤولة عن إدارة الصكوك.

د- يتولى إدارة الصكوك الجهة المصدرة لها، وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً لفقه المشاركة، وأحياناً قد يتفق المشاركون في الصكوك مع الجهة المصدرة (التي تقوم بالإدارة) على أن تقوم الأخيرة بالإدارة نظير عقد وكالة بأجر معلوم، بصرف النظر عن تحقيق الأرباح، ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المشاركة.

هـ- يجب النص صراحةً في نشرة الاكتتاب على طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الجهة المصدرة للصكوك، ولا يجوز إرجاء ذلك إلى لما بعد انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك.

و- يجوز أن يتدخل طرف ثالث لضمان رأس مال الصكوك أو ضمان حد أدنى للعائد، ويقوم بذلك على سبيل التبرع والمروءة، مثل الحكومة أو أصحاب الأموال... إلخ.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه.

<sup>2</sup> - للتفصيل في هذا الموضوع أكثر ينظر أبو غدة عبد الستار، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر عن المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات، 2005، ص: 693.

<sup>3</sup> - عبد القادر زيتوني، المرجع السابق، ص: 03.

<sup>4</sup> - الدكتور حسين شحاتة، تساؤلات حول الصكوك الإسلامية والإجابة عنها، مقال منشور في موقع قصة الإسلام ([www.islamstory.com](http://www.islamstory.com))، بتاريخ: 2013/01/13، تم التصفح بتاريخ: 2014/07/14. وينظر أيضاً: عبد القادر زيتوني، المرجع السابق، ص: 04.

ز- في حالة حدوث خسارة بدون تقصير أو إهمال أو تعدد من الجهة المصدرة للصكوك - التي تتولى الإدارة- تكون على المشاركين وليس على الجهة المصدرة التي تكون قد خسرت جهدها. أما إذا ثبت تقصير أو إهمال من الجهة التي تقوم بإدارة المشروع ففي هذه الحالة تتحمل هي الخسارة وفقا لعقد المشاركة.

ح- يتم قياس الأرباح الدورية قبل نهاية أجل الصكوك وفقا لمبدأ المحاسبة الفعلية أو المحاسبة التقديرية في ضوء المعايير الشرعية التي تضبط ذلك.

ط- لا تثبت ملكية الأرباح الموزعة الدورية تحت الحساب إلا بعد سلامة رأس المال وفقا لمبدأ: "الريح وقاية لرأس المال"، أي: لا ربح إلا بعد سلامة رأس المال.

ي- يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق أو بأي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية، ويتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة والتراضي بين البائع والمشتري، وذلك كله في ضوء اللوائح والشروط المنظمة لذلك.

ك- يجب أن يُراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي.

ل- يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة.

#### 1-1-4- خصائص التصكيك الإسلامي وأنواعه:

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة تميزها عن بقية السندات والأوراق المالية، كما لها مزايا وإيجابيات متعددة على الأسواق المالية والاقتصاد الكلي للدول، وهي تنقسم إلى أنواع كثيرة باعتبارها مختلفة، وبيان تلك النقاط كالاتي:

#### 1-1-4-1- خصائص التصكيك الإسلامي:

هناك خصائص تميز بها الصكوك الإسلامية عن الأدوات المالية الأخرى؛ لأنها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية من بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها، ومن أبرز تلك الخصائص:

أ- هذه الصكوك لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون أو نشرة الإصدار أو مكتوبة في الصك عينه، مع تحديد العائد بنسبة شائعة من الربح يتم اتفاق الأطراف عليها<sup>(1)</sup>.

ب- تمثل وثائق متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة؛ لأنها تمثل حصصا متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية<sup>(2)</sup>.

ج- تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: فالصكوك الإسلامية تمثل ملكية لحصة شائعة في أصول الشركة تُدرّ ربحا أو عائدا، ولا تمثل ديناً في ذمة مُصدرها كما هو الشأن بالنسبة للسندات، تلك الأصول قد تكون أعيانا، أو منافع أعيان، أو خدمات،

<sup>1</sup> - علي محي الدين القرّة داغي، صكوك الاستثمار: تأصيلها وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس 2010، ص: 11. وعبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقوم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.

<sup>2</sup> - حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 06.

وُستثمر حصيلة الأموال في مشروع تجاري أو صناعي، أو في شركة استثمار، وقد يكون مزيجاً من كل ذلك، وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط<sup>(1)</sup>.

د- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: حيث يحصل مالك الصك على عائد يكون حصّةً من الربح، يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك، وفقاً لمبدأ: "الغنم بالغرم"<sup>(2)</sup>.

هـ- قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً، سواء كان التداول بيعاً أم هبة أم رهناً. غير أن قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلا بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها؛ كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وهناك أنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً؛ لأنها تمثل ديناً في ذمة الغير، ولأنه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلا إذا تم تحويلها إلى بضاعة، كصكوك البيوع: المرابحة<sup>(3)</sup>.

و- انضباطها بالضوابط الشرعية: وهي من أبرز خصائص الصكوك الإسلامية، سواء في إصدارها أم في تداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية، كما أنها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة، الذي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية الذي تمثله<sup>(4)</sup>.

ز- قيمة الصك غير قابلة للتجزئة؛ حيث لا يجوز تقسيم قيمة الصك وتملكها لأكثر من شخص واحد، وإن تم تداوله بين عدة أشخاص بسبب ملكية مشتركة كالإرث فيجب تعيين ممثل واحد لهؤلاء المالكين للحصة الشائعة أمام المؤسسة المصدرة للصكوك مع احتفاظهم بحقوقهم المالية<sup>(5)</sup>.

### 1-1-4-2- أنواع الصكوك الإسلامية:

ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في إيجاد كم هائل من الصكوك الاستثمارية الإسلامية على مستوى الساحة الدولية، وتختلف أنواع تلك الصكوك باختلاف صور وأساليب التمويل والاستثمار التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية المختلفة. وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية نحو أربعة عشر نوعاً من إصدارات الصكوك الإسلامية، ومن أبرزها الآتي:

أ- **صكوك المشاركة:** وهي: «وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحاملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو على أساس الوكالة بالاستثمار»<sup>(1)</sup>.

1- أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005، ص: 29.

2- أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية، مجلة المصارف العربية العدد: 163.

3- عبد الله المطلق، المرجع السابق، ص: 14، وصفيّة أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 14.

4- عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية، 2009، ص: 11.

5- محمد باوني، الجوانب النظرية والتطبيقية للصكوك الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، عدد: 46، ديسمبر 2016، المجلد (أ)، ص: 97-107.

ويُعتبر مصدر صكوك المشاركة هو من طالب بالمشاركة معه في مشروع أو نشاط معين، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وبالتالي فالجهة المصدرة تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين<sup>(2)</sup>. ولصور المشاركة أنواع عديدة؛ كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة، وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة جهة أخرى<sup>(3)</sup>.

**ب- صكوك المضاربة:** تُعرّف صكوك المضاربة بأنها: «وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها»<sup>(4)</sup>. فصكوك المضاربة عبارة عن وثائق متساوية القيمة يصدرها المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة الذي يُستثمر في مشروع أو نشاط معين، أو في مجموعة أنشطة يختارها المصدر المضارب على أساس عقد المضاربة الشرعية، على أن يتم تقسيم الأرباح المحققة وفقا لنسب معينة، أما الخسارة فيتحملها حملة الصكوك أرباب المال، وذلك ما لم يُقصر المضارب أو يهمل<sup>(5)</sup>.

**ج- صكوك الإجارة:** تعتبر من أشهر أنواع الصكوك، وتعرف بأنها: «وثائق ذات قيمة متساوية، تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرّفته الشريعة الإسلامية»<sup>(6)</sup>.

فصكوك الإجارة هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تُقدّم من طرف ملتزمها لحامل الصك مستقبلاً<sup>(7)</sup>. ولصكوك الإجارة أنواع يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي:<sup>(8)</sup>

**- صكوك ملكية الأعيان المؤجرة:** وهي تصدر عن مالك عين من خلال وسيط مالي بغرض البيع واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

**- صكوك ملكية المنافع:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

**- صكوك ملكية الخدمات:** والفرق بينها وبين المنافع هو: أن المنافع تتعلق بالأعيان، أما الخدمات فتتعلق بالإنسان كالتعليم والرعاية الصحية. وملكية الخدمات هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحاملي الصكوك.

<sup>1</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 312.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص: 315.

<sup>3</sup> - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-، البحرين، مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص: 256.

<sup>4</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص: 312.

<sup>5</sup> - كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14 لسنة 2014، ص: 83.

<sup>6</sup> - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، ص: 37.

<sup>7</sup> - منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، ورقة عمل مقدمة للندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998، ص: 09.

<sup>8</sup> - أحمد إسحاق الأمين، المرجع السابق، ص: 40.



**د- صكوك الاستصناع:** وتعرّف بأنها: «وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك»<sup>(1)</sup>.

فصكوك الاستصناع تصدر لاستخدام حصيلتها من الأموال في تصنيع سلعة معينة، حيث إن مصدر هذه الصكوك هو الصانع، والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد تصنيعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها<sup>(2)</sup>.

**هـ- صكوك السلم:** وهي: «وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك»<sup>(3)</sup>.

فالمصدر لهذا النوع من الصكوك هو البائع لسلعة السلم، كالقمح والسكر مثلاً، وبكميات كبيرة، أو منتجات صناعية كالألات والمعدات، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن سلعة الشراء (رأس مال السلم) الذي يُدفع للمسلم إليه عند التعاقد، على أن تُقبض سلعة السلم في الأجل المحدد، وبالمواصفات المتفق عليها بغرض إعادة بيعها بربح.

وتجدر الإشارة إلى أن الصك الصادر لتمويل صفقة سلم معينة يمثل حصة في سلعة السلم، وهي دين في ذمة المسلم إليه، أي البائع الذي يلتزم بتسليمه لمشتريه، سواء كان من إنتاجه أو من إنتاج غيره<sup>(4)</sup>.

**و- صكوك المراجعة:** ويتم تعريفها بأنها: «وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك»<sup>(5)</sup>.

فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع للبضاعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها<sup>(6)</sup>.

**ز- صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد<sup>(7)</sup>.

فالمصدر لصكوك المزارعة هو مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، ويُعتبر المكتتبون في هذه الصكوك مزارعين لهذه الأرض بأموالهم، وتحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع ومواصفات ومساحة الأرض ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها<sup>(8)</sup>.

<sup>1</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص: 311.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص: 314.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص: 311.

<sup>4</sup> - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به"، ورقة عمل مقدمة إلى حلقة: "الصكوك الإسلامية، طبيعتها وتطبيقها"، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص: 15.

<sup>5</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص: 311.

<sup>6</sup> - المرجع السابق، ص: 315.

<sup>7</sup> - المرجع السابق، ص: 312.

<sup>8</sup> - حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2003.

وبالإضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع الصكوك الإسلامية هناك أنواع عديدة أخرى، مثل: "صكوك المساقاة" و "صكوك المغارسة" وغيرها<sup>(1)</sup>.

## 2- أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية:

أصبح من المسلم به أن الصكوك الإسلامية تمثل مكوناً أساسياً وعنصراً هاماً فعالاً في تنشيط وتطوير أسواق رأس المال، وذلك لما تتميز به من وظائف وخصائص عديدة ومزايا كثيرة لا توجد في غيرها من الأوراق المالية، ومن أبرز العناصر التي تُبرز أهميتها ما يأتي:

### 2-1- رفع كفاءة سوق رأس المال والحد من دور الوساطة:

تتصف السوق المالية بالكفاءة عند قدرتها على تخصيص الموارد المالية بشكل قوي وفعال، ومفهوم الكفاءة هنا يندرج تحته كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، والمقصود بكفاءة التشغيل هو قدرة السوق المالية على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأدوات المالية دون إرهاق المتعاملين مالياً بالسمرة. وأما كفاءة التسعير فتعني أنّ المعلومات الجديدة تصل للمتعاملين بسرعة، حيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة بسرعة وقت حدوثها مع تكلفة مالية أقل.

ولكي تتحقق كفاءة التشغيل لا بد من تسعير الأصول المالية المختلفة بكفاءة، مما يكون له مردود جيد في عملية تحقيق التوازن بين العرض والطلب. أما كفاءة التسعير فيمكن تطوير كفاءتها عن طريق تضمينها التشريعات المتعلقة بالإفصاح، وكذلك باستخدام وسائل الاتصال الحديثة التي تُغذّي بالمعلومات بشكل مستمر وبسرعة، مع ضمان اتصال العملاء بالسوق وأجهزته المختلفة، وبالوكلاء أيضاً، علماً بأنّ الكفاءة التسعيرية لها ارتباط بالكفاءة التشغيلية<sup>(2)</sup>. لذلك يتم تقليص دور الوساطة المالية التقليدية في مجال التمويل عن طريق الصكوك لحساب التمويل دون وساطة؛ حيث تنتقل الأموال من مؤسسات مالية كبيرة لمستثمري الأموال مباشرة، مثل: صناديق الاستثمار المشترك، حيث يصبّ ذلك في مصلحة الجمهور، كما يمكن أن يذهب طالبو التمويل بصكوكهم مباشرة إلى سوق الأوراق المالية دون الوسيط المالي، مما يتحقق على إثره المزج بين سوق الأوراق المالية والسوق النقدي، فينتج عنه تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تداول الأصول المالية الصادرة عن الأصول محل التصكيك<sup>(3)</sup>.

### 2-2- دورها في إضافة أدوات ومؤسسات مالية جديدة:

#### أ- إضافة أدوات مالية جديدة:

يمكن للصكوك الإسلامية أن تساعد الأسواق المالية على التخلص من ضيقها وضعفها، وذلك بتقديم إضافة حقيقية لتلك الأسواق، وخصوصاً الإسلامية منها، وتمثل هذه الإضافة في:

- إدراج أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية؛ حيث إنّ أسهم الشركات تمثل حيزاً كبيراً في هذه السوق وكذا رأس مالها الذي يمكنه أن يشكل إضافة حقيقية للأسواق المالية، مما يزيد في نشاط السوق. ويرى بعض الفقهاء عدم جواز تداول أسهم البنوك

<sup>1</sup> - ينظر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص: 312. وفتح الرحمن علي محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، لبنان، جويلية، 2008.

<sup>2</sup> - يراجع زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008، ص: 194.

<sup>3</sup> - فؤاد محمد أحمد حسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة 19 لجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص: 07.

الإسلامية؛ لأنها تشتمل غالباً على نقود وديون تمثل نسبة كبيرة من استثماراتها. إلا أن تنوع النشاطات الاستثمارية لهذه البنوك بين أنشطة إنتاجية مختلفة يُمكن البنوك الإسلامية من تجاوزها، وهذا موجود في الصكوك الإسلامية<sup>(1)</sup>.

- إدراج صكوك إسلامية: حيث تلعب البنوك الإسلامية والشركات دوراً رئيسياً في أسس التمويل الإسلامي، بتقديمها أدوات مالية إسلامية تعطي إضافة كمية ونوعية مختلفة عما يتم تقديمه في سوق الأوراق المالية التقليدية، من خلال اعتمادها على الصكوك بمختلف أنواعها، وهو الأمر الذي يُوسّع دائرة سوق الأوراق المالية، كما تعمل على تنمية جانب السيولة النقدية في هذه السوق<sup>(2)</sup>.

**ب- إضافة مؤسسات مالية جديدة:**

أدى الاهتمام بالسوق الثانوية على حساب السوق الأولية إلى عرقلة تطور الأسواق المالية، وذلك بسبب ما يتبعه من ضعف الاهتمام بوجود مؤسسات جديدة تقوم بإصدارات جديدة، وكذلك عدم القيام بدراسات الجدوى لمشروعات جديدة تهتم باكتشاف فرص الاستثمار الواعدة، إضافة إلى الاهتمام بالحكم على نجاح السوق المالية عن طريق الاحتكام لمعيار حجم التداول. وللتخلص من هذه المعوقات لا بد من الاهتمام بالسوق الأولية للحاجة الشديدة إلى إنشاء عدد من الشركات المنتجة مع إدارة عمليات الاكتتاب فيها، وتغطية إصداراتها وجذب الاستثمارات والمدخرات نحو هذه المشروعات الجديدة، ويُعتبر ذلك معياراً حقيقياً للحكم على نجاح السوق المالية؛ لما يوفره الاهتمام بالسوق الأولية من إيجاد فرص عمل وتوسيع القاعدة الإنتاجية، وذلك ما يخدم السوق الثانوية أيضاً. ويمكن هنا للصكوك الإسلامية أن تقوم بدور بارز في هذا المجال لما تتوفر عليه من فرص استثمار هامة وناجحة، تجذب المستثمرين لإنشاء شركات جديدة، وبالتالي تطوير السوق الأولية وتنشيط سوق الأوراق المالية<sup>(3)</sup>.

## 2-3- أثرها في زيادة رأس المال وعدد المتعاملين في سوق الأوراق المالية:

تستطيع الصكوك الإسلامية جذب رؤوس أموال جديدة؛ نظراً لتنوعها من حيث نوع النشاط والآجال، وهو ما يمكنها من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب رفضهم للتعامل الربوي، فالصكوك فتحت المجال أمام فئات في المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات التي لا تراعي الضوابط الشرعية، كالسندات التقليدية؛ فهي صيغة بديلة لتلك المعاملات، وهذا ما يساعد بدوره في إيجاد سوق مالية إسلامية عالمية مرنة تتعامل بالأسهم والصكوك المشروعة، ولها القدرة على جذب رؤوس الأموال الطائلة المدخرة لدى المستثمرين المسلمين وغيرهم من الممتنعين عن توظيفها في أسواق رأس المال العالمية، خاصة أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة خارج العالم الإسلامي، وهذا ما يؤدي إلى توسيع حجم أسواق الأوراق المالية وانتعاشها<sup>(4)</sup>، كما يساهم في حملة الإصلاح والإعمار المالي الذي تسعى إليه كثير من الحكومات والمؤسسات

<sup>1</sup> - يراجع زاهرة بني عامر، المرجع السابق ص: 187 وما بعدها.

<sup>2</sup> - ينظر الدكتور معطي الله خير الدين، والأستاذ شريان رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم في المنتدى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 3-4 ديسمبر 2012، ص: 250.

<sup>3</sup> - معطي الله خير الدين، والأستاذ رفيق شريان، المرجع السابق، ص: 251.

<sup>4</sup> - معطي الله خير الدين، المرجع السابق، ص: 250.

المالية، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعّالة، خاصة ونحن نعيش عصر التكتلات الاقتصادية التي أصبحت تشكّل مصدر قوة لاقتصاديات الشركات المساهمة<sup>(1)</sup>.

### 3- دور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي بالجزائر:

يشكّل قطاع التمويل الإسلامي أحد أبرز الحلول التي انتهجتها كثير من الدول بهدف تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي ويسهم في تحقيق التنمية المستدامة، وتعتبر الصكوك الإسلامية أحد أهم منتجات الأسواق المالية الإسلامية؛ لدورها في توفير التمويل اللازم للمشاريع الكبيرة وتطوير عدد كبير من المشاريع الهامة، وقد لقيت رواجاً ونجاحاً باهراً في دول كثيرة، استطاعت من خلاله تفادي العديد من الاختلالات المالية والاقتصادية.

ويمكن للجزائر- في ظل ما تعانيه من ميزانيتها العامة من العجز واللاإستقرار الناتج عن انخفاض أسعار البترول لكون الاقتصاد الجزائري يعتمد بصفة أساسية على عائدات المحروقات- أن تعيد النظر في سياستها المالية والاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي، بالاعتماد على صيغ التمويل الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن أبرزها: الصكوك الإسلامية.

### 3-1- لمحة عن السوق المالي الجزائري:

في ظل التطورات التي حصلت في الاقتصاد العالمي، وظهر ما أطلق عليه "العولمة المالية"، والتي كان لها أثر على الدول النامية ومنها الجزائر، قامت الدولة بالتخلي عن الاقتصاد الموجه أو المخطط، والتوجه نحو ما يسمى: "اقتصاد السوق"، وذلك محاولة من السلطات العمومية لتوفير مناخ ملائم يُسهم في إرساء سوق مالي فعال، وتسهيل الاستثمار في الأوراق المالية. ولمواكبة الواقع الجديد للاقتصاد العالمي أنشأت الجزائر سوقاً مالياً عُرف بـ: "بورصة الجزائر"، والذي تشرف عليه هيئات منظمة تم إنشاؤها لتسيير نشاطات هذه البورصة.

ورغم الجهود المبذولة من طرف السلطة لإنجاح هذه السوق المالية إلا أنها ما زالت بعيدة عن المكانة المناسبة لها بين أسواق المال الناشئة فضلاً عن العالمية، وذلك راجع إلى عراقيل عديدة ومعوقات كثيرة لا تزال تمنع تطورها وأداءها المتوقع منها. ولتسليط الضوء على واقع السوق المالي الجزائري ارتأينا التطرق -خلال هذا العنصر- إلى النقاط الثلاث الآتية:

- تنظيم سوق رأس المال بالجزائر

- دراسة مؤشرات كفاءة سوق رأس المال في الجزائر:

- معوقات بورصة الجزائر

### 3-1-1- تنظيم سوق رأس المال بالجزائر:

تعتبر السوق المالية في الجزائر حديثة النشأة مقارنة بنظيراتها العالمية، لذلك فإن أغلب النصوص التشريعية التي أُصدرت في هذا الإطار عملت على تنظيم هذه السوق ووضع إطارها القانوني، وقد تميزت السوق المالية الجزائرية منذ نشأتها بالضعف على العموم، وذلك استناداً إلى بعض المؤشرات الاقتصادية الدالة في هذا الإطار<sup>(1)</sup>. وسنعالج هذا الموضوع من خلال النقاط الآتية:

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص: 251.

## أ- نشأة سوق رأس المال في الجزائر:

إن فكرة إنشاء سوق رأس المال في الجزائر تدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أُعلن عنها عام 1987، ودخلت حيز التطبيق سنة 1988 بصدر عدة قوانين اقتصادية تتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، مما غيّر الوضع القانوني للمؤسسات العمومية التي أصبحت شركات أسهم بعد أن قُسم رأس مالها الاجتماعي إلى عدد من الأسهم، وأُوكلت عملية تسييرها إلى صناديق المساهمة. ولذلك لا يمكن تصوّر نظام شركات المساهمة من دون إنشاء سوق مالية يتم فيها تبادل هذه الأسهم، وهي "البورصة"<sup>(2)</sup>، والتي هدفها تحقيق الانسجام مع استراتيجية التنمية الجديدة، باعتبارها أداة أساسية لإرساء قواعد السوق، ولتتزامن مع بداية تحرير قطاعي الحقيقي والمالي، وفسح المجال واسعا أمام اقتصاد السوق<sup>(3)</sup>.

## ب- الإطار التنظيمي للسوق المالي الجزائري:

هناك تقسيمات مختلفة لسوق المال في الجزائر، وهي كالاتي:

**أولاً- السوق النقدي:** السوق النقدية في الجزائر بدأت في سنة 1990 بمشاركة سبعة متعاملين فقط، هم خمسة بنوك عمومية وصندوق توفير وبنك استثمار<sup>(4)</sup>.

و حاليا عدد المتدخلين في السوق النقدية 38 متدخلا، هم: 22 بنكا تجاريا، و05 هيئات مالية، و11 مؤسسة مالية غير بنكية، وهي مؤطرة بالقوانين الآتية:

- المرسوم رقم 03-11 الصادر بتاريخ: 26 أوت 2003.

- القانون رقم 91-08 الصادر بتاريخ: 14 أوت 1991.

- الأمر 28-95 الصادر بتاريخ: 22 أفريل 1995.

- الأمر 02-2002 الصادر بتاريخ: 11 أفريل 2002.<sup>(5)</sup>

## ثانيا- سوق المال:

مع النظام التأسيسي لشركات المساهمة (مؤسسات عمومية) الذي استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات، عملت السلطات العمومية سنة 1990 بتحضير شروط قيام سوق مالية؛ حيث قررت الحكومة ومن خلال هيئة مؤهلة "الجمعية

<sup>1</sup> - شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص: 79، نقلا عن ابتسام ساعد، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2009/2008، ص: 144.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص: 144.

<sup>3</sup> - شمعون شمعون، المرجع السابق، ص: 25.

<sup>4</sup> - أسواق المال، أبحاث البنك الوطني الجزائري، 2004.

<sup>5</sup> - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2010، ص: 40.

العامّة لصناديق المساهمة" إنشاء هيئة يُعطى لها اسم شركة القيم المنقولة، وُحددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة<sup>(1)</sup>، والتي أصبحت فيما بعد بورصة القيم المنقولة.

وتتكوّن سوق رأس المال في الجزائر اليوم من:

- سوق أولية: وتضم مجموعة من البنوك العمومية التي تعمل على مساعدة المؤسسات على الدخول إلى البورصة، وذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق والتوقيت المناسب وغير ذلك.

- سوق ثانوية: وهي قسمان:

- السوق المنظّمة: وتتمثل في بورصة القيم التي فتحت أبوابها في جويلية 1999.

- أما السوق غير المنظمة: فيتم بها إلى حد الآن تبادل سندات الخزينة<sup>(2)</sup>.

ج- الهيئات المكوّنة للسوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر):

تتمثل الهيئات المكوّنة لسوق رأس المال بالجزائر فيما يأتي:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، وتتولى مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير هذه السوق وشفافيتها<sup>(3)</sup>، وتتكون من رئيس وستة أعضاء، يُعيّن الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات<sup>(4)</sup> ويمارس مهمته كامل الوقت، وهي تتناوب مع أية نيابة انتخابية أو وظيفة حكومية، أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري<sup>(5)</sup>.

ويُعيّن أعضاء اللجنة لمدة أربع سنوات حسب الشروط المحدّدة عن طريق التنظيم.

- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة:

تأسست شركة إدارة بورصة القيم المنقولة سنة 1993، وهي مسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية الضرورية للمبادلات على القيم، وتُعرف بأثما شركة إدارة بورصة القيم، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء الماليين، حدّد مهامّ هذه الشركة المرسوم التشريعي 93-10 الصادر سنة 1993، والمتمثلة في:

- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة

<sup>1</sup> - خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006، ص: 130.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه.

<sup>3</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، موقع إلكتروني: ([www.cosob.org](http://www.cosob.org))، تاريخ التصفح: 2020/08/15.

<sup>4</sup> - المادة 20 و21، المرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، رقم 34، الجزائر، ص: 06.

<sup>5</sup> - المرجع السابق، المادة 24، ص: 06.

- تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض
- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة
- وضع نشرة رسمية للتسعيرة، وتشمل معلومات عن السوق<sup>(1)</sup>.

#### - المؤتمر المركزي على السندات:

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (05 بنوك) والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة، بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري، وتمثل وظائفه في:

- فتح وإدارة حسابات تجارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات، بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات.

- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال<sup>(2)</sup>.

#### - الوسطاء في عمليات البورصة:

وهم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسًا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>(3)</sup>.

- **المصدرون:** وهم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم، وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للادخار<sup>(4)</sup>.

### 3-1-2- دراسة مؤشرات كفاءة سوق رأس المال في الجزائر<sup>(5)</sup>:

يرتكز قياس مدى كفاءة سوق رأس المال على مؤشرات عديدة، ومن خلال هذا العنصر سنحاول دراسة تلك المؤشرات وتطبيقها على السوق المالي بالجزائر، وهي كالاتي:

#### أ- مؤشر حجم السوق:

اتساع حجم السوق يعتبر من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو وتطور حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، وهو يعتمد بدوره على مؤشرين هما:

<sup>1</sup> - رشيد هولي، المرجع السابق، ص: 40.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه.

<sup>3</sup> - بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني ([www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz))، تاريخ التصفح: 2020/08/15.

<sup>4</sup> - حسين عثمان، سعاد شعبانية، النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، ملتقى دولي حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي: 06-07 ماي 2012، ص: 13.

<sup>5</sup> - ابتسام ساعد، المرجع السابق ص: 155. وهشام دغموم، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2015، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير والتجارة، العدد 33-2016.

- **معدل الرسملة السوقية:** الذي يقاس بنسبة رأس المال السوقية إلى الناتج المحلي، ويعكس مدى قدرة السوق على تعبئة رؤوس الأموال التي تُوجَّه للاستثمار. والملاحظ أنّ حجم رأسمال البورصة في الجزائر يتميز بالتذبذب، حيث يتّجه بشكل كبير نحو الانخفاض، فبعد ارتفاعه سنة 2000 إلى 21,495 مليار دينار جزائري بعد أن كان 19,175 مليار دينار أي بزيادة قدرها: 12% وذلك راجع إلى إدراج أسهم فندق الأوراسي، أخذ في التراجع إلى أن بلغ 6,460 مليار دينار سنة 2007. والسبب الرئيسي في ذلك هو سحب سهم شركة رياض سطيف من التعامل خلال 2006، إضافة إلى الجمود الذي عرفته حصص التداول، وهو ما نتج عنه انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة.

كما أنّ مساهمة رسملة البورصة في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي تعتبر ضئيلة جداً؛ حيث بلغت 0,59% عام 1999، ثم أخذت في الانخفاض حتى وصلت إلى 0,07% عام 2007 ثم 0,09% عام 2014، وهو ما يوضح أنّ دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دوراً محتشماً ويظهر الفرق الشاسع بينها وبين نظيراتها في العالم. فعلى الصعيد العربي مثلاً تحتل بورصة الجزائر المرتبة الأخيرة في ترتيب البورصات العربية المسجلة ضمن قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

- **عدد الشركات المدرجة:** من المعلوم في مجال المعاملات المالية أنّه كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة زادت فعالية البورصة، والملاحظ على بورصة الجزائر أن هناك عدداً محدوداً جداً من المؤسسات المدرجة؛ حيث لم يتجاوز مجموعها 09 مؤسسات منذ سبتمبر 1999 إلى ديسمبر 2015. ومن أهم تلك المؤسسات: سوناپراك، فندق الأوراسي، رياض سطيف، اتصالات الجزائر، سونلغاز... إلخ. وهذا العدد المنخفض جداً لعدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر لا يشكل -في نظر كثير من المحللين- سبباً لوجود هذه السوق، خاصة إذا ما تمت مقارنتها بالأسواق العربية أو العالمية، ومن أمثلتها:

- بورصة اسطنبول: 319 مؤسسة
- بورصة ألمانيا: 866 مؤسسة
- بورصة طوكيو: 2414 مؤسسة
- بورصة ماليزيا: 986 مؤسسة.

#### ب- مؤشر سيولة السوق:

بالنظر إلى مؤشر السيولة الذي يُعدّ عنصراً مهماً لضمان استمرارية السوق الأولي نجد أنّ حجم التداول أصبح شبه معدوم في بورصة الجزائر، مع تسجيل إقبال المستثمرين بشكل كبير على عملية البيع، وهو ما أدى إلى انخفاض متتالٍ في أسعار الأسهم المدرجة على الرغم من تحقيق تلك الشركات لنتائج مقبولة. ولدراسة هذا المؤشر يتم الاعتماد على نسبة حجم التداول ومعدل دوران الأسهم.

وإذا ما نظرنا إلى حالة بورصة الجزائر نجد أنّ مؤشر حجم التداول الذي يساوي القيمة المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي يعكس اتجاه السيولة في السوق الجزائري نحو الانخفاض الكبير؛ حيث بدأ هذا المؤشر في حدود: 0,003% سنة 1999، وارتفع إلى: 0,018% سنة 2000، ليستمر في الانخفاض بعد ذلك إلى أن وصل إلى: 0,00006% سنة 2005، وهي نسبة شبه معدومة توضح التدهور الكبير الذي بلغه مستوى السيولة في بورصة الجزائر. أما بالنسبة لمؤشر معدل دوران الأسهم فإنه يُحسب



بقسمة حجم التداول في البورصة على رسميتها السوقية وقياس مدى نشاط السوق وحركة التداول، حيث يعني بلوغ معدل الدوران قيمة الواحد الصحيح أنّ متوسط تداول السهم في السنة يبلغ مرة واحدة، وقد شهد ارتفاعا خلال السنوات الأولى من عمل البورصة، حيث وصل إلى 0,0334 سنة 2001، لكن أخذ في الانخفاض تدريجيا إلى أن بلغ أدنى معدل له سنة 2005 وهو 0,0004 وهو ما يعني انخفاض تداول الأسهم لأنها تقل عن الواحد، وهو ما يعكس جمود نشاط هذه السوق في الجزائر.

### ج- مؤشر كفاءة تسعير الأصول:

ويقصد به وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بالسرعة والتكلفة المناسبين، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وتتم دراسة مدى كفاءة التسعير في بورصة الجزائر من خلال المؤشرين الآتيين:

**- مدى توافر مصادر المعلومات:** حيث إنّ مهمة توفير المعلومات تعدّ من المهام المشتركة لكل من الحكومة وشركات الأوراق المالية والشركات المقيدة في السوق، وهي سمة من سمات الدول التي يوجد بها أسواق مالية متقدمة. وفي حالة بورصة الجزائر نجد أنّها تتسم بتوافر عدد قليل من مصادر المعلومات والتحليلات اللازمة التي لا تمكّن المحللين من تحديد المركز المالي للشركة، وبالتالي لا يوحى بالكثير من الثقة للمستثمرين في سوق رأس المال لاتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، مما يؤدي إلى الحد من كفاءة هذه السوق.

**- مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية:** تعتبر أسعار التضخم وأسعار الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على حركة الأسعار في البورصة، حيث تشير أغلب الدراسات الاقتصادية إلى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة. ونسجّل في بورصة الجزائر عدم استجابة أسعار الأوراق المالية للتغير في معدل التضخم؛ فبالرغم من أنّ هذا الأخير شهد تغيرا مستمرا منذ نشأة البورصة سنة 1999 إلى سنة 2007، حيث عرف أدنى مستوى له وهو 0,3 % سنة 2000، وأعلى مستوى 4,2 % سنة 2001 إلا أنّ الأسعار في بورصة الجزائر أخذت في الانخفاض التدريجي دون أن يكون لتغير معدل التضخم أي أثر يُذكر.

### 3-1-3 معوقات بورصة الجزائر:

من أهم المعوقات التي كانت وراء عدم تطور بورصة الجزائر هناك معوقات ذات طابع اقتصادي، وأخرى ذات طابع تشريعي وأخرى ذات طابع اجتماعي أو ثقافي أو تنظيمي وغيرها، وتفصيل ذلك كالآتي:

#### أ- معوقات اقتصادية: وتمثل فيما يأتي:

**- التضخم:** فالارتفاع في معدلات التضخم يؤثر سلبا على حجم العمليات المالية وعلى قيمة النقد، ومن ثمّ على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية، كما يعني أيضا الانخفاض في القدرة الشرائية للمواطن، وهو ما ينتج عنه انخفاض في الميل نحو الادخار، مما ينعكس سلبا على المستوى الكلي وعلى مستوى الادخار الوطني. وقد عرفت الجزائر في بداية التسعينيات ارتفاعا حادًا في معدلات التضخم والذي كان من بين أهم الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور بورصة الجزائر<sup>(1)</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس، أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، قسنطينة الجزائر، 2002، ص: 140. وبن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 13 ديسمبر 2016، جامعة الجيلاني اليابس، سيدي بلعباس، ص: 61.

- هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري: فقرار السلطات الجزائرية إنشاء بورصة الجزائر جاء تماشياً مع متطلبات الانتقال إلى اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، لكن في الواقع بقي القطاع العام يسيطر على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة، هذا بالإضافة إلى تأخر السلطات الجزائرية في تطبيق عمليات الخوصصة للمؤسسات التي كان يُعَوَّل عليها كثيراً في تنشيط البورصة، وهو الأمر الذي زاد من عرقلة نموها وتطورها<sup>(1)</sup>.

- ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلاً نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، وهذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة على الضريبة على الدخل الإجمالي، كل هذه الضرائب تُضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، لذا أدى بهم هذا الضغط الجبائي إلى سلوكهم الادخاري والاستثماري<sup>(2)</sup>.

- السوق الموازية: حيث إنّ الأرباح المحققة في هذه السوق غير الرسمية على قدر كبير من الأهمية، لذلك فإن وجود هذه السوق لا يشجع العائلات-إطلاقاً- على توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية<sup>(3)</sup>.

#### ب- معوقات سياسية وتشريعية:

- المعوقات السياسية: فقد افتتحت بورصة الجزائر في ظروف سياسية غير مستقرة، وهذا ما أدى إلى عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية؛ لأنّ المستثمر يبحث دائماً على عاملي الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي<sup>(4)</sup>.

- المعوقات التشريعية: طبقاً للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم<sup>(5)</sup>، إلا أنّ أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، هذا بالإضافة إلى الإطار التشريعي البطيء؛ حيث إنّ تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي أنشئت فيه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أنّ تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ: 1995/12/27، أمّا التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري عام 1996، كما أنّ شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية يوم 1997/05/21 رغم أنّ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نصّ صراحةً على إنشائها<sup>(6)</sup>، والأمر نفسه ينطبق على الوسطاء في

<sup>1</sup> - المرجع نفسه.

<sup>2</sup> - محمد زيدان، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، المعوقات والآفاق، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي: 21 - 22 نوفمبر 2006، ص: 14.

<sup>3</sup> - محمد زيدان، المرجع نفسه.

<sup>4</sup> - المرجع نفسه.

<sup>5</sup> - المادة 30 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم: 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في: 29-12-1997.

<sup>6</sup> - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 182.

عمليات البورصة؛ حيث نجد أنّ صدور COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم<sup>(1)</sup>، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999<sup>(2)</sup>.

### ج- معوقات اجتماعية وثقافية وشرعية:

- **العائق الاجتماعي والثقافي:** فالفرد الجزائري يميل نحو حيافة الموجودات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان والعائد المضمون قبل أي اعتبار آخر، وهذا راجع إلى تأثير عوامل اجتماعية وثقافية إضافة إلى عوامل تاريخية، ترتبط أساسا بالأمية وعدم الثقة في السوق المالي وغياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية، والخوف من مراقبة مصالح الجباية<sup>(3)</sup>.

- **الجانب الشرعي:** فالشعب الجزائري يرفض التعامل في السوق المالي (البورصة) بسبب نوعية الأوراق المالية، خاصة السندات التي تُعتبر في الشرع قرضا ربويا، كما أنّ الوسطاء المتعاملين في السوق المالي بنوك تجارية ربوية، كل هذا أدى إلى عزوف الغالبية العظمى من الجزائريين عن التعامل مع هذا الجهاز<sup>(4)</sup>.

### د- معوقات تنظيمية: أبرزها:

- **قلة عدد المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها وتطورها، وكلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يُلاحظ عن بورصة الجزائر هو وجود عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة فيها، ذلك لأنّ عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تُدرج في البورصة محدودة جدا؛ بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهو ما يعيق نمو البورصة<sup>(5)</sup>.

- **محدودية الأدوات المالية:** فالتنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة؛ لأنه يعمل على تخفيض حجم المخاطر، أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا يُتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، وهذا الأمر يحد من رغبة المستثمرين في اللجوء إلى السوق المالي بسبب قلة التنوع في عروض الأوراق المالية، مما يرفع من حجم المخاطر ويقلل من كفاءة السوق<sup>(6)</sup>.

- **قصور أنظمة الإفصاح المالي وغياب الشفافية:** فرغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن إلا أنّ الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تعرفه الأسواق المتطورة، فأنظمة الإفصاح المالي في بورصة الجزائر ليست مدققة، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، بنشر الميزانية الختامية، والتأخر

<sup>1</sup> - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم: 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.

<sup>2</sup> - محمد زيدان، المرجع نفسه، ص: 15.

<sup>3</sup> - حسين عثمان، سعاد شعبانية، النظام المحاسبي ودوره في تفعيل نشاط بورصة الجزائر، مقال منشور على شبكة الألوكة الإلكترونية: ([www.alu0--](http://www.alu0--)) [kah.net/culture/0/47134](http://kah.net/culture/0/47134)، تاريخ التصفح: 2020/08/15

<sup>4</sup> - محمد زيدان، المرجع نفسه، ص: 15.

<sup>5</sup> - المرجع نفسه، ص: 16.

<sup>6</sup> - حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، فيفري 2014، ص: 14.

أحيانا في نشر مثل هذه البيانات والاكتفاء بعمليات نشر سنوية، بما لا يوقر المعلومات الكافية للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية<sup>(1)</sup>.

### 3-2- دور التصكيك الإسلامي في الرفع من كفاءة السوق المالي في الجزائر:

لعلّ من أكبر العوائق التي تواجه تطبيق تجربة الصكوك الإسلامية في الجزائر هو غياب الاعتراف القانوني بالصناعة المالية الإسلامية بصفة شاملة، لذلك وجبت إعادة النظر في الجانب التشريعي المتعلق بالمنظومة المصرفية الجزائرية، لأنها لا تحتكم إلى الشريعة الإسلامية، كما أن قانون النقد والقرض يشهد غيابا تاما لعقود التمويل الإسلامي، التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها. هذا بالإضافة إلى أن بورصة الجزائر والقانون التجاري الجزائري يرفضان التعامل بصكوك الاستثمار الإسلامية<sup>(2)</sup>.

لذلك كان من الواجب إعادة النظر في كل تلك المنظومات التشريعية والقانونية حتى يمكن لسوق المال الجزائرية أن تستفيد من مزايا أدوات التمويل الإسلامي، ومن أبرزها - كما سبق - الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها وصيغها.

ويتمثل دور التصكيك الإسلامي في رفع كفاءة السوق المالي بالجزائر فيما يأتي:<sup>(3)</sup>

**3-2-1- إدارة السيولة:** تعتبر الصكوك الإسلامية من بين الأدوات المستخدمة في إطار ما يعرف بالسوق المفتوحة، حيث ينتج عنها ما يأتي:

- تعمل على استقرار أسعار الصرف وتخفيض معدلات التضخم

- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية، سواء العينية أم النقدية.

- الرفع من معدلات النمو الاقتصادي، والاعتماد على الموارد الحقيقية بدلا من الاستدانة من الجهاز المصرفي.

**3-2-2- تعبئة الموارد:** تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع الموارد اللازمة لتغطية احتياجات الدولة التمويلية، بحيث تفرض نفسها كبديل متاح ينوب عن مداخل النفط التي تتميز بالتذبذب لعدم استقرار أسعاره، وهو ما يمكن للجزائر أن تستفيد منه في إطار إيجاد التنوع الاقتصادي والمالي، وذلك من خلال التنوع في مصادر الحصول على الثروة، للتخلص تدريجيا من التبعية شبه الكلية للمحروقات.

**3-2-3- تمويل عجز الميزانية:** تعتبر الصكوك من بين أهم الأدوات التي يمكن للدولة أن تلجأ إليها لتمويل عجز ميزانيتها.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص: 14-15.

<sup>2</sup> - راضية لسود، وسامية لعسل، ومسعودة آمال بن سعيد، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد (01)، أبريل 2018، ص: 71.

<sup>3</sup> - ينظر سليمان ناصر، وربيع بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014، ص: 11 وما بعدها. وينظر أيضا: زيدي البشير، وحفوفة الأمير عبد القادر، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربة السودان وماليزيا نموذجا)، [ Revue des Recherches en sciences financières et comptables ] ص: 80 وما بعدها.

**3-2-4- تمويل المشاريع التنموية:** تساهم الصكوك الإسلامية في دعم العديد من القطاعات الاقتصادية، وبالتالي تنشيط الحركة المالية في الدولة، وذلك عن طريق توفير موارد حقيقية لتمويل مختلف المشاريع (مشاريع البنى التحتية، المشاريع الإنتاجية، المشاريع الخدمائية...). ويمكن الاستفادة في هذا المجال من الإمكانيات التمويلية للتصكيك الإسلامي وصناديق الاستثمار ومؤسسات التأمين التكافلي في العمليات الكبيرة المتعلقة بإنجاز مشاريع البنية الأساسية والقاعدة الهيكلية وغيرها.

**3-2-5- تساعد الصكوك في جذب رؤوس أموال جديدة للسوق المالية الجزائرية، نتيجة لتنوعها من حيث الأجل والنشاط، وهو ما يمكن الدولة من بناء خطط تنمية اقتصادية ناجحة، وإيجاد أسواق تداولية، وتوسيع المشاريع الاستثمارية.**

**3-2-6- بما أنّ معظم أفراد المجتمع الجزائري ترفض التعامل بصيغ التمويل التقليدي المخالفة للشريعة الإسلامية، فإنّ الصكوك الإسلامية تمثل بديلا مناسباً للدولة من أجل جذب مدخرات الأفراد وضخّها في الأسواق المالية بهدف استثمارها في مشاريع تنموية، والاستفادة منها في تحريك عجلة النشاط الاقتصادي والمالي للبلاد، ويُسهّم بصفة مباشرة في انخراط المجتمع في بناء اقتصاد تنافسي قوي يرتكز على نشاطات اقتصادية حقيقية، ويخلّص البلاد من الاعتماد الكبير على موارد المحروقات، وهو الأمر الذي ينتج عنه تلقائياً تنشيط كبير وكفاءة متزايدة للأسواق المالية بالجزائر.**

### **3-3- متطلبات تطبيق الصكوك الإسلامية في الجزائر:**<sup>(1)</sup>

من أجل تطبيق تجربة التعامل بالصكوك الإسلامية والاستفادة من مزاياها في الجزائر يجب التقيد بالخطوات الآتية:

- أ- اعتراف الدولة الجزائرية بها وتبنيها - ممثلة في البنك المركزي ووزارة المالية - لفكرة تطبيق الصكوك الإسلامية.
- ب- ضرورة وضع نظام تشريعي وقانوني وضريبي خاص ولوائح داخلية تنظم عملية إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية.
- ج- تطوير المنظومة التشريعية والقانونية (قانون النقد والقرض، القانون التجاري، قانون الضرائب...) حتى تتماشى مع مشروع إصدار وتداول تلك الصكوك في الجزائر.
- د- إنشاء شركة ذات غرض خاص تقوم مقام البنك المركزي ووزارة المالية في عملية إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية.
- هـ- تكوين هيئة شرعية مكوّنة من أهل الكفاءة والاختصاص في هذا المجال، تتولى مهمة التأكد من مدى احترام الضوابط الشرعية عند إصدار الصكوك والتعامل بها.
- و- تكوين الكوادر البشرية في مجال المالية الإسلامية، بواسطة إدراج تخصصات للصناعة المالية الإسلامية في برامج مؤسسات التعليم العالي بكل أطوارها (الليسانس، الماجستير، الدكتوراه).
- ز- العمل على الرفع من نسبة الوعي الثقافي والمعرفي لدى الجمهور وخاصة المستثمرين منهم، حول أهمية الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية المنشودة ماليا واقتصاديا، وذلك من خلال الندوات والمؤتمرات ووسائل الإعلام المختلفة.
- ح- الاستفادة من التجارب الرائدة في ميدان صناعة الصكوك الإسلامية، وذلك بنقل خبراتها إلى داخل الجزائر، مع الوضع في الحسبان أنّ لكل تجربة منها مزايا وعيوبًا.

<sup>1</sup> - ينظر سليمان ناصر، وربيعة بن زيد، المرجع السابق. وينظر البشير زيبيدي، وحفوفة الأمير عبد القادر، المرجع السابق.

## 3-4- تحديات وآفاق التصكيك الإسلامي في الجزائر:

3-4-1- التحديات<sup>(1)</sup>: أبرز التحديات التي تواجه تطبيق تجربة الصكوك الإسلامية بالجزائر هي:

- غياب الاعتراف القانوني بالصناعة المالية الإسلامية.

- غياب الإطار القانوني والتشريعي الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية بالجزائر.

- الجانب الشرعي: حيث يشكّل هذا الجانب إشكالا كبيرا في المنظومة المصرفية الجزائرية؛ لأنها لا تحتكم إلى الشريعة الإسلامية، وهذا مخالف للدستور في مادته الثانية التي تنص على أن الإسلام دين الدولة.

- قانون النقد والقرض: حيث يعرف غيابا تاما لعقود التمويل الإسلامي التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها.

- بورصة الجزائر: حيث رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى (السندات الإسلامية) ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية، مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني يجيز ذلك.

- القانون التجاري: لا يتيح القانون التجاري الجزائري إصدار صكوك الاستثمار بصفتها تمثل حقوقا متساوية القيمة دون أن يكون لحاملها صفة المساهمين.

- قانون الضرائب: إنّ إصدار صكوك إسلامية قائمة على صيغ البيوع كالبيع والسلم وفق القواعد الشرعية بصفتها صيغ ناقلة للملكية أعيان قد تؤدي إلى معاملة ضريبية مجحفة بحق هذه الأدوات، إذا ما قورنت بنظيرتها التقليدية.

- ضعف الجانب التنظيمي والمؤسسي.

- نقص التأهيل والتدريب.

3-4-2- الآفاق<sup>(2)</sup>:

يعتقد الخبراء الجزائريون في مجال المالية أنّ اللجوء لطرح الصكوك الإسلامية لتعبئة المدخرات وتمويل المشاريع العمومية وتنشيط الأسواق المالية يعتبر الحل الأنسب لمواجهة تراجع مداخيل البلاد المالية بسبب انخفاض أسعار النفط عالميا. ولذلك فإنّ لتطبيق تجربة الصكوك الإسلامية آفاقا واعدة في السوق المالي بالجزائر، خاصة في ظل توجه الدولة لتنويع مصادر مواردها المالية وبجتها عن مداخيل جديدة للبلاد وعزمها -حسب ما يبدو- على الاستفادة من الصيرفة الإسلامية بمختلف فروعها وصيغها الاستثمارية.

ولذلك يتوقع هؤلاء الخبراء ازدهار الصناعة المالية الإسلامية بالجزائر في المستقبل القريب ومنها الصكوك الإسلامية إذا ما توفرت الشروط اللازمة، بأن تم اعتمادها على أسس صحيحة وسليمة من الناحية الشرعية والاقتصادية ووفق التقاليد المعمول بها عالميا، مع الاستفادة من التجارب الناجحة في هذا الميدان، وحينها سيكون للاقتصاد الجزائري شكل آخر مغاير لما هو عليه، وستحقق البلاد الإقلاع الاقتصادي الذي لم تحققه سياساتها الاقتصادية السابقة طيلة عقود عديدة؛ لأن المستقبل هو لصيغ التمويل الإسلامي وخاصة صيغة الصكوك الإسلامية، بعد أن أوصت بها مؤسسات التمويل العالمية وأقرتها مجامع الفقه الإسلامي.

<sup>1</sup> - ينظر سليمان ناصر وريبعة بن زيد، المرجع السابق، ص: 16. وينظر راضية لسود، وسامية لعسل، ومسعودة آمال بن سعيد، المرجع السابق، ص: 14.

<sup>2</sup> - ينظر سليمان ناصر، المرجع السابق. وراضية لسود وآخرون، المرجع السابق، ص: 70.

وكلما ازداد تنوع إصدارات الصكوك الإسلامية تعمقت هذه الأداة في السوق المالية وكانت جاذبة لرؤوس الأموال، وهو الأمر الذي ينتج عنه التنشيط اللازم للأسواق المالية في الجزائر.

## خاتمة

### أ- نتائج الدراسة:

- 1- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة تمويلية ناجحة لمشاريع التنمية الاقتصادية رغم بعض العوائق التي تعترض طريقها.
- 2- للصكوك الإسلامية دور كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية؛ وذلك من خلال قدرتها على تعبئة الموارد وتمويل المشاريع الاستثمارية، وخاصة مشاريع البنى التحتية.
- 3- هناك أنواع عديدة من الصكوك يتم استخدامها في تمويل المشاريع التنموية يمكن للجزائر أن تستفيد منها، خصوصا في مرحلة ما بعد التبعية للمحروقات.
- 4- يمكن لهذا النوع من الصكوك أن يوفر حلا لجمع مدخرات الأسر الجزائرية التي ترفض التعامل بصيغ التمويل الربوية، كما تمكن الحكومة من تفادي اللجوء إلى مؤسسات الإقراض الدولية، وتوفر من جهة أخرى تمويلات بالعملة المحلية للمشاريع الاستثمارية المختلفة.
- 5- يمثل غياب الإرادة السياسية وانعدام الإطار التشريعي والقانوني وضعف ثقافة الصكوك الإسلامية لدى المستثمرين الجزائريين أبرز العوائق التي تعيق تطبيق تجربة هذا النوع من الصكوك في الجزائر.
- 6- الجزائر من بين الدول العربية والإسلامية التي لم تفتح الباب للاستفادة من هذه الصيغة من التمويل، وهو أمر غير مفهوم وغير منطقي بالنظر للحاجة الماسة للحكومة لتمويل المشاريع الاستثمارية وتخفيض العجز في الموازنة.

### ب- التوصيات:

في ختام هذه الدراسة نقدم التوصيات الآتية:

- 1- قيام الحكومة في الجزائر بتوفير الأطر التشريعية والقانونية التي تصب في سبيل تطبيق الصكوك الإسلامية بالبلاد.
- 2- العمل على نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط المجتمع الجزائري أفرادًا وجماعات، وذلك بوصفها أدوات مالية تتلاءم مع الشريعة الإسلامية وتقدم حولا مبتكرة لرجال الأعمال في مجال حشد وتوظيف الموارد.
- 3- ضرورة توسيع الاستفادة من الصكوك الإسلامية بصيغها المختلفة، بهدف إيجاد الموارد المالية اللازمة للاستثمارات والمشاريع المختلفة في الجزائر.
- 4- تمثل الاستفادة من التجارب الدولية عنصرا هاما من أجل تطبيق تجربة الصكوك الإسلامية بالجزائر، وهو ما يساهم في تفعيل الأسواق المالية الجزائرية، ويخلص البلد من الاعتماد شبه الكلي على قطاع المحروقات في مجال مداخلها ومواردها المالية.

## قائمة المصادر والمراجع:

- <sup>1</sup> ابن منظور، محمد بن مكرم، المتوفى سنة: 711، لسان العرب، لا ط دار صادر، بيروت، المجلد 10.
- <sup>2</sup> الفيروزآبادي، محمد بن يعقوب، المتوفى سنة: 817، القاموس المحيط، ط8، مؤسسة الرسالة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 2005.
- <sup>3</sup> مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم: 178 (4/19)، الدورة 19، منظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- <sup>4</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007.
- <sup>5</sup> حاكمي بوحفص وبوشلاغم نور الدين، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير وتنشيط الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول دور الأسواق المالية الناشئة في تنمية الاستثمارات، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 26-27 جانفي 2016.
- <sup>6</sup> عبد القادر زيتوني، ورقة بحثية بعنوان: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية ل: 2008/2007، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 1 و2 ديسمبر 2010.
- <sup>7</sup> عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية، طبعة مجموعة دلة البركة، نقلا عن رمضان عبد الله الصاوي أستاذ الفقه المشارك، كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، صكوك الاستثمار ودورها في التنمية الاقتصادية، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي بتاريخ: 2017/07/31 (aliqtisadalislami.net)، تاريخ التصفح: 2020/07/13.
- <sup>8</sup> جريدة الاقتصادي، 05 خطوات لطرح الصكوك وإدارتها، العدد 12629، 1429 هـ.
- <sup>9</sup> عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر عن المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات، 2005.
- <sup>10</sup> الدكتور حسين شحاتة، تساؤلات حول الصكوك الإسلامية والإجابة عنها، مقال منشور في موقع قصة الإسلام ([www.islamstory.com](http://www.islamstory.com))، بتاريخ: 2013/01/13، تم التصفح بتاريخ: 2014/07/14.
- <sup>11</sup> علي محي الدين القرّة داغي، صكوك الاستثمار: تأصيلها وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس 2010.
- <sup>12</sup> عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقويم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
- <sup>13</sup> حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003.
- <sup>14</sup> أحمد إسحاق الأمين، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005.
- <sup>15</sup> أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية، مجلة المصارف العربية العدد: 163.
- <sup>16</sup> صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- <sup>17</sup> عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية، 2009.
- <sup>18</sup> محمد باوني، الجوانب النظرية والتطبيقية للصكوك الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، عدد: 46، ديسمبر 2016، المجلد (أ).



- <sup>19</sup> - محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.
- <sup>20</sup> - كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، 31 ماي - 03 جوان 2009.
- <sup>21</sup> - اتحاد المصارف العربية، الصكوك وآفاق الاستثمار، الدراسات والأبحاث والتقارير، العدد 427، (uabonline.org.ar)، تاريخ التصفح: 2020/07/15.
- <sup>22</sup> - أحمد محيسن، وفؤاد محمد، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات، 2009.
- <sup>23</sup> - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية-تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-، البحرين، مجلة الباحث، العدد 09، 2011.
- <sup>24</sup> - كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14 لسنة 2014.
- <sup>25</sup> - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية.
- <sup>26</sup> - منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، ورقة عمل مقدمة للندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998.
- <sup>27</sup> - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به"، ورقة عمل مقدمة إلى حلقة: "الصكوك الإسلامية، طبيعتها وتطبيقها"، الإمارات العربية المتحدة، 2010.
- <sup>28</sup> - فتح الرحمن علي محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، لبنان، جويلية، 2008.
- <sup>29</sup> - زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008.
- <sup>30</sup> - فؤاد محمد أحمد حسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.
- <sup>31</sup> - محمود القاضي، دور المصارف الإسلامية في دعم تطوير أسواق رأس المال، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005.
- <sup>32</sup> - الدكتور معطى الله خير الدين، والأستاذ شريان رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 3-4 ديسمبر 2012.
- <sup>33</sup> - راضية لسود، وسامية لعسل، ومسعودة آمال بن سعيد، تجارب علمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد (01)، أبريل 2018.
- <sup>34</sup> - سليمان ناصر، وربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 5-6 ماي 2014.
- <sup>35</sup> - زيدي البشير، وحفوفة الأمير عبد القادر، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربتي السودان وماليزيا نموذجاً).