

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسية بن بوعلی الشلف
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

الشعبة: علوم اقتصادية
التخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات
العنوان

**الصكوك الإسلامية كأداة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي
دراسة استشرافية على الجزائر في ضوء تجارب دولية**

من إعداد
محمد قرشي

المناقشة بتاريخ 2025/02/27 من قبل اللجنة المكونة من:

رئيساً	جامعة الشلف	أستاذ	بلعزوز بن علي
مقرراً	جامعة الشلف	أستاذ	نورين بومدين
ممتحناً	جامعة الشلف	أستاذ	مداني أحمد
ممتحناً	جامعة الشلف	أستاذ	حريري عبد الغني
ممتحناً	جامعة تيسمسيلت	أستاذ	بوكريد عبد القادر
ممتحناً	جامعة وهران -2-	أستاذ	مهدي ميلود



أَعُوذُ بِاللَّهِ مِنَ الشَّيْطَانِ الرَّجِيمِ بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا

إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا^ص إِنَّكَ

أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

شكر وعرفان

قال تعالى: {وَأَمَّا بِنِعْمَةِ رَبِّكَ فَحَدِّثْ} [الضحى: 11]

أشكر الله العلي القدير على توفيقه لي في هذا البحث

الحمد لله الذي تتم بنعمته الصالحات

أشكر الأستاذ الفاضل "نورين بومدين" على قبوله توجيه أطروحتي، وجهوده المبذولة طيلة

مدة الإشراف

أسأل الله القدير أن يجازيه خير الجزاء

كما أود أن أشكر عائلتي وأصدقائي على دعمهم وتشجيعهم طوال هذه السنوات الصعبة

أسأل الله عز وجل أن يحيطهم بواسع فضله وعونه وكرمه

وكل العرفان للسادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على توجيهاتهم ونصائحهم

كل أسرة جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف

كل أسرة التربية لولاية الشلف

وكل من انتفعنا بعلمهم

إهداء

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

أهدي ثمرة هذا العمل إلى:

الوالدين الكريمين متّعهما الله بالصحة والعافية

زوجتي الفاضلة بارك الله في عمرها

أبنائي الأعزاء

إخوتي وأخواتي وأبنائهم

كل الأقارب

كل الإخوة والأصدقاء

كل من علّمني حرفاً

محمد قرشي

ملخص:

تتناول الدراسة إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية كوسيلة فعالة في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، وتستعرض في البداية المفاهيم الأساسية للصكوك الإسلامية، وخصائصها وأنواعها، فضلاً عن آليات إصدارها ومخاطرها، بالإضافة إلى تحليل احتياطي الصرف الأجنبي ومكوناته، ومؤشرات كفايته، كما تتناول إدارة الاحتياطي من منظورين تقليدي وإسلامي، مع تسليط الضوء على دور الصكوك الإسلامية في تحسين وترشيد هذه الإدارة، بالاستعانة بدراسة تجارب دولية رائدة في هذا المجال، مثل التجربتين الماليزية والسعودية، وعلاوة على ذلك، تقدم الدراسة رؤية استشرافية حول كيفية تعزيز إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر باستخدام الصكوك الإسلامية، مما يساهم في تحقيق استدامة مالية واقتصادية.

وللوصول إلى أهداف الدراسة؛ تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي بشقيه الوصف والتحليل، من خلال تحليل المفاهيم الخاصة بالصكوك الإسلامية واحتياطي الصرف الأجنبي، والتعرف على واقع التمويل الإسلامي في الجزائر، ومدى إمكانية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بالاعتماد على تطوير سوق الصكوك الإسلامية الجزائر، وبعد معالجة الموضوع، تمّ التوصل إلى عدة نقاط أهمها؛ أن الصكوك الإسلامي توفر بديلاً فعالاً وآمناً لإدارة الاحتياطي، بالإضافة إلى إمكانية إسقاط التجربتين الماليزية والسعودية على الوضع الجزائري، وخاصة التجربة السعودية باعتبارهما دولتين نفطيتين بامتياز، غير أن تطبيقها يواجه عدة تحديات قانونية وتنظيمية بالدرجة الأولى، وبالتالي على السلطات الجزائرية أن تتفطن لضرورة تكامل السياسات المالية والنقدية، بالأخذ بعين التكرز على الصكوك الإسلامية، لتحقيق إدارة فعالة واستدامة لاحتياطي الصرف الأجنبي، وبصاحب ذلك تحقيق الاستقرار الاقتصادي في البلاد.

الكلمات المفتاحية: التمويل الإسلامي، الصكوك الإسلامية، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

Abstract:

This study examines the possibility of using Sukuk as an effective means of managing foreign exchange reserves and initially reviews the basic concept of it, their characteristics, types, as well as their issuance mechanisms, risks, analysis of exchange reserves, components, and indicators of their adequacy. The Reserve management also deals with traditional and Islamic perspectives, highlighting Sukuk in improving and rationalizing this management, study leading international experiences in this field, such as Malaysia and Saudi Arabia. Furthermore, this study provides a forward-looking vision on how to strengthen the management of Algeria's foreign exchange reserves using SUKUK, thereby contributing to financial and economic sustainability. In order to reach the objectives of this study, the inductive approach was relied upon, with its two aspects of description and analysis, by analysing the concepts of SUKUK and foreign exchange reserves, identifying the reality of Islamic finance in Algeria and the extent to which foreign exchange reserves can be managed by relying on the development of the SUKUK market in Algeria. After addressing the issue, there were reached several points such as SUKUK provided an effective and secure alternative to reserve management as well as the possibility of Malaysian and Saudi experiences projection on the particular Algerian situation , Saudi Arabia's experience as a

privileged oil international. However to apply it will face several legal primarily and regulatory challenges, So the Algerian authorities should therefore be mindful of the need to integrate fiscal and monetary policies by focusing on SUKUK in order to achieve effective and sustainable management of foreign exchange reserves, which would be accompanied by economic stability in the country.

Keywords: Islamic Finance, Sukuk, Foreign Exchange Reserve Management.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرفان
	إهداء
	ملخص
IV-I	فهرس المحتويات
V	قائمة الجداول
VII-VI	قائمة الرسوم البيانية
VIII	قائمة المختصرات
IX	قائمة الملاحق
أ-ذ	مقدمة
51-1	الفصل الأول: الإطار النظري لاحتياطي الصرف الأجنبي
1	تمهيد
2	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول احتياطي الصرف الأجنبي
2	المطلب الأول: السيولة الدولية واحتياطي الصرف الأجنبي
19	المطلب الثاني: تصنيفات احتياطي الصرف الأجنبي
20	المطلب الثالث: نظريات ومحددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي
24	المبحث الثاني: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايته
24	المطلب الأول: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي
30	المطلب الثاني: مؤشرات كفاية احتياطي الصرف الأجنبي
34	المطلب الثالث: التوزيع الدولي لاحتياطيات الصرف الأجنبي
37	المبحث الثالث: مصادر تراكم وقنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي
37	المطلب الأول: مصادر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي
45	المطلب الثاني: قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي

51	خلاصة الفصل
103-53	الفصل الثاني: الإطار النظري للصكوك الإسلامية
53	تمهيد
54	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية
54	المطلب الأول: مفهوم ونشأة الصكوك الإسلامية
61	المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية
62	المطلب الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية
66	المطلب الرابع: المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية
71	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وتداولها
71	المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود المشاركة
78	المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع
81	المطلب الثالث: الصكوك القائمة على عقود أخرى
86	المطلب الرابع: تصنيفات أخرى للصكوك
88	المبحث الثالث: آليات إصدار ومخاطر الصكوك الإسلامية
88	المطلب الأول: آليات إصدار الصكوك الإسلامية
90	المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية
99	المطلب الثالث: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
103	خلاصة الفصل
159-105	الفصل الثالث: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي
105	تمهيد
106	المبحث الأول: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور تقليدي
106	المطلب الأول: ماهية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي
107	المطلب الثاني: أهمية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي
109	المطلب الثالث: المتطلبات اللازمة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي

114	المطلب الرابع: المخاطر المرتبطة بإدارة احتياطات الصرف الأجنبي
117	المبحث الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي
117	المطلب الأول: مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي
121	المطلب الثاني: المعايير اللازمة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي في النظام الاقتصادي الإسلامي
123	المطلب الثالث: الآليات المتعلقة بإدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي
130	المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي
130	المطلب الأول: فعالية الصكوك الإسلامية في تعزيز كفاءة استثمار الفوائض المالية
134	المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تنويع بدائل التمويل الخارجي
135	المطلب الثالث: تطبيقات الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي
138	المبحث الرابع: استراتيجيات إدارة المخاطر في استثمار احتياطي الصرف الأجنبي وفقاً للأحكام الشرعية
139	المطلب الأول: رؤية الاقتصاد الإسلامي في كيفية إدارة المخاطر المتعلقة بتمويل التنمية المستدامة
148	المطلب الثاني: تقنيات وآليات التحوط ضد مخاطر محفظتي احتياطي العملات الأجنبية والذهب والفضة في الاقتصاد الإسلامي
155	المطلب الثالث: استراتيجية إدارة مخاطر توظيف محفظة الصكوك الإسلامية ضمن احتياطي الصرف الأجنبي
159	خلاصة الفصل
241-161	الفصل الرابع: تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية لتعزيز إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
161	تمهيد
162	المبحث الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية عالمياً وتحدياتها
162	المطلب الأول: واقع سوق الصكوك الإسلامية عالمياً
170	المطلب الثاني: العوامل المساعدة على نمو سوق الصكوك الإسلامية

173	المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية
174	المطلب الأول: نظام التمويل الإسلامي وتطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا
184	المطلب الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي الماليزي باستخدام الصكوك الإسلامية
195	المطلب الثالث: مقومات نجاح التجربة الماليزية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي الماليزي باستخدام الصكوك الإسلامية
199	المبحث الثالث: تجربة السعودية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية
199	المطلب الأول: نظام التمويل الإسلامي وتطور الصكوك الإسلامية في السعودية
205	المطلب الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي السعودي باستخدام الصكوك الإسلامية
217	المطلب الثالث: مقومات نجاح التجربة السعودية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية
218	المبحث الرابع: الدراسة الاستشرافية لاستخدام الصكوك الإسلامية في تحسين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
219	المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
220	المطلب الثاني: أدوات وآليات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر
227	المطلب الثالث: مقترح لتمويل مشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد بالشلف من أوجه إدارة الاحتياطي عن طريق الصكوك الإسلامية
235	المطلب الرابع: آفاق إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر باستخدام الصكوك الإسلامية
241	خلاصة الفصل
243	خاتمة
249	المراجع
282	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	عناصر السيولة الدولية واستخداماتها المختلفة	4
2-1	القواسم بين مفهومي السيولة بالعملات الأجنبية والاحتياطيات الدولية	9
3-1	ترتيب الدول الأكبر امتلاكاً لاحتياطي الصرف الأجنبي (الوحدة: مليون \$)	35
1-2	مقارنة الصكوك الإسلامية بالأدوات المالية التقليدية	66
1-3	المعايير التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي	112
2-3	الإطار المالي للمصرف المركزي الإسلامي	122
3-3	تقنيات التحوط من مخاطر تمويل المشروعات التنموية الإسلامية	146
1-4	التوزيع الجغرافي لمتوسط إصدارات الصكوك العالمية حسب الدول (جانفي 2014-ديسمبر 2023م)	167
2-4	وصف إصدار صكوك تمويل مشروع مترو الأنفاق لشركة "Dana Infra"	194
3-4	أهم القوانين الخاصة بالصكوك الإسلامية في ماليزيا	196
4-4	مقياس احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات (ديسمبر 2014 - ديسمبر 2023م)	223
5-4	تغطية احتياطي الصرف الأجنبي إلى الدين قصير الأجل في الجزائر (ديسمبر 2014 - ديسمبر 2023م)	224
6-4	نسبة الذهب إلى احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	226

قائمة الرسوم البيانية

الرقم	العنوان	الصفحة
1-3	تصنيف محافظ الاحتياطات الأجنبية والمخاطر المتعلقة بها	116
2-3	آليات المقاصة في المعاملات المالية الإسلامية	149
3-3	أحكام المواعدة في الصرف وتصنيفاتها	149
4-3	البدائل المشروعة للتحوط عن العملات الأجنبية وفق الاقتصاد الإسلامي	151
1-4	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	163
2-4	التوزيع الجغرافي لمتوسط إصدارات الصكوك العالمية حسب المنطقة (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	169
3-4	القطاعات الرئيسية للصناعة المالية الإسلامية	179
4-4	إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	181
5-4	احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	184
6-4	احتياطي الصرف الأجنبي في ظل تطور الصكوك الإسلامية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	187
7-4	هيكل صكوك شركة "Dana Infra Nasional Berhad"	193
8-4	إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في السعودية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	202
09-4	احتياطي الصرف الأجنبي في السعودية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	206
10-4	احتياطي الصرف الأجنبي في ظل تطور الصكوك الإسلامية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	208
11-4	تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (ديسمبر 2014 - ديسمبر 2023م)	219
12-4	تغطية احتياطي الصرف الأجنبي إلى المجمع النقدي بمفهومه الواسع في الجزائر (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)	225

231	هيكلة صكوك المشاركة المتناقصة لمشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد بالشلف	13-4
232	هيكلة صكوك الاستصناع لمشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد بالشلف	14-4
234	هيكلة صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك لمشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد بالشلف	15-4

قائمة المختصرات

الاختصار	الدلالة باللغة العربية	الدلالة باللغة الانجليزية
AAOIFI	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية	Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions
SPV	الشركة ذات الغرض الخاص	Special Purpose Vehicle
RAM	الوكالة الماليزية للتصنيف	Rating Agency Of Malaysia
IIFM	السوق المالية الإسلامية الدولية	International Islamic Financial Market
BNM	البنك المركزي الماليزي (نيجارا ماليزيا)	Bank Negara Malaysia
MASB	هيئة المعايير المحاسبية الماليزية	Malaysian Accounting Standards Board
IIRA	وكالة التقييم الإسلامية الدولية	International Islamic Rating Agency
IILMC	مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية	International Islamic Liquidity Management Corporation
IBS	نظام المصرفية الإسلامي	Islamic Banking Scheme
INCEIF	المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي	International Centre for Education In Islamic Finance
IIFA	مجمع الفقه الإسلامي الدولي	International Islamic Fiqh Academy
ISRA	الأكاديمية الإسلامية للبحوث الشرعية	Islamic Academy of Shariah Research
SIDC	شركة تطوير صناعة الأوراق المالية	Securities Industry Development Company
IFSB	مجلس الخدمات المالية الإسلامية	Islamic Financial Services Board
MIBFI	المعهد المالي والمصرفي الإسلامي الماليزي	Malaysian Islamic Banking and Finance Institute

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	نشرة إصدار 1 الشركة السعودية للكهرباء	282
02	نشرة إصدار 2 الشركة السعودية للكهرباء	283
03	نشاطات الشركات المكونة للشركة السعودية للكهرباء	284

مقدمة

تمهيد:

يشهد العصر الحديث عودة تدريجية لتدخل الدولة في جميع المجالات، التي من بينها المجال الاقتصادي، وصاحب هذا التوجّه ظهور نهج تصاعدي في حجم الإنفاق الحكومي، وترتّب عنه تفاقم الأعباء المالية للدولة، مما يفضي -غالبًا- إلى توسع الفجوة بالبتلب بين النفقات الحكومية والإيرادات المتاحة؛ ولمواجهة هذا العجز، تلجأ السلطات إلى استراتيجيات تمويلية متنوعة، من بينها الاعتماد على احتياطات الصرف الأجنبي لتحقيق التوازن المالي، ومما لا شك فيه أنّ قضية الاحتياطي وإدارته، تُعتبر من أبرز التحديات الاقتصادية المعاصرة، التي أثارت ومازالت تثير الكثير من النقاشات، وتباينت حولها الاقتراحات والتوصيات، والجدير بالذكر أنّ هذه السّمة تتشارك فيها الدول المتقدمة والدول النامية على حدّ سواء، وخاصة هذه الأخيرة، التي تسعى إلى بناء احتياطات تتجاوز المعدّل العالمي المتفق عليه، بالنظر لأهميتها كدرع واقٍ يحميها من تأثيرات الصدمات الخارجية؛ غير أن الكثير من الاقتصاديين يتفقون على أنّ فعالية الاحتياطات لا تتوقف على حجمها فقط، بل تتطلب إدارة فعالة لحفظتها، وتشمل اختيار التوليفة الأنسب من الأصول المكوّنة للمحفظة، وفنًا لخصوصيات واحتياجات كل بلد.

وعلاوة على ذلك، تتطلب الإدارة المحترفة للاحتياطات الحفاظ على مكوناتها، التي في مجملها هي عبارة عن أموال، ونشير إلى أنّ حفظ المال يُعتبر أحد المقاصد الشرعية، وعدم الحفاظ عليه يُعدّ مخالفة لمبادئ الشريعة والرّشد، لذا تبرز الحاجة إلى تطوير استراتيجيات فعالة، لإدارة الفوائض المالية وفنًا لمبادئ الاقتصاد الإسلامي، وفي هذا السياق؛ برز التمويل الإسلامي كنموذج بديل -يحظى باهتمام متزايد- ووسيلة محتملة لتنويع محفظة الاحتياطي، حيث قدّمت الهندسة المالية الإسلامية منتجات مالية، كبديل مناسب للأدوات المالية التقليدية، من شأنها أن تسهم في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، والتي من أبرزها الصكوك الإسلامية، لما تتمتع به من خصائص تجعلها كخيار مناسب يعمل على تنمية رأس المال وجذب المدخرات، وتخفيف العبء على الموازنة العامة للدولة، دون الاضطرار إلى السحب من احتياطي الصرف الأجنبي، وخاصة ما تعلّق بالمشروعات التنموية، التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة.

وقد اعتمدت العديد من الدول في إدارة الفوائض المالية على الصكوك الإسلامية، من خلال توظيفها في تمويل المشروعات التنموية، مما يخفف الضغط على الاحتياطي كما هو الحال في ماليزيا والسعودية، والجزائر ليست بمنأى عن تذبذب احتياطاتها، وفق محدّد أسعار النفط، التي تتحكم في تراكمات الاحتياطي، وتعمل السلطات الجزائرية على فتح المجال للمعاملات المالية الإسلامية، وتشجيع استخدام منتجات وعقود الهندسة المالية الإسلامية، وذلك للوقوف في وجه التحديات الاقتصادية التي تواجهها، وعلى رأسها مشكلة عجز الموازنة العامة،

وقصد تجاوز هذه التحديات، يمكن للسلطات أن تعتمد الصكوك الإسلامية كمدخل لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي على ضوء التجربتين الماليزية والسعودية.

بناءً على ما سبق، يمكن طرح التساؤل التالي:

إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر؟

وتندرج تحت هذا السؤال، جملة من الأسئلة الجزئية، نذكرها كما يلي:

- 1- كيف نشأت الصكوك الإسلامية، وما هي أبرز خصائصها التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى؟
- 2- ما هو احتياطي الصرف الأجنبي، وكيف يمكن إدارته في ظل المتغيرات الاقتصادية العالمية؟
- 3- ما هي آليات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي؟
- 4- كيف يمكن للجزائر الاستفادة من التجربتين الماليزية والسعودية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية؟

ثانياً- فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى: تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص تربطها بالأصول الحقيقية، والتي تجعلها كبديل عن الأدوات المالية التقليدية.

الفرضية الثانية: يعدُّ احتياطي الصرف الأجنبي أداة استراتيجية لضمان الاستقرار الاقتصادي، وتأسس إدارته على موازنة السيولة والاستثمار، والتكيف مع المتغيرات العالمية لتحقيق الاستدامة المالية .

الفرضية الثالثة: تركز إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي على الاستثمار في صكوك مالية إسلامية، مرتبطة بمشروعات حقيقية تحدُّ من استنزافه.

الفرضية الرابعة: يمكن للجزائر الاستفادة من التجربتين الماليزية والسعودية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال تبني إصدار صكوك إسلامية على أساس نماذج استثمارية قائمة على الأصول الحقيقية.

ثالثاً- مبررات اختيار موضوع الدراسة

يعود اختيار هذا موضوع الدراسة لمبررات ذاتية وأخرى موضوعية، نختصرها فيما يلي:

1- المبررات الذاتية:

- رغبة الباحث في تقديم حلول مبتكرة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي، والمساهمة في تطوير الاقتصاد الجزائري.

- الاهتمام الشخصي الذي يجمع بين بالاقتصاد الإسلامي والممارسات المالية المعاصرة، ورغبة الباحث في تعميق فهم الصكوك الإسلامية، وإمكانية تطبيقها في الاقتصاد الجزائري.

2- المبررات الموضوعية:

- الأهمية البالغة لموضوع إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاستقرار الاقتصادي والمالي للدول.
- الاهتمام العالمي المتزايد بالصكوك الإسلامية (نمو سوق الصكوك الإسلامية عالميا)، مما يستدعي دراسة إمكانية تطبيقها في الجزائر، انطلاقا من التجارب الدولية الناجحة.
- قلة البحوث والدراسات في السياق الجزائري، التي تربط بين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي والصكوك الإسلامية.

رابعا- أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في إطار تطوير الصكوك الإسلامية، كأداة تمويلية فاعلة، وما أثبتته من قدرة عالية في جذب مدخرات طويلة الأجل، وتوجيهها نحو مشروعات حقيقية، وتأتي هذه الأهمية في ظل التحديات التي تواجهها العديد من الدول في الحصول على التمويل اللازم، عوض الاعتماد على السحب من احتياطي الصرف الأجنبي.

وعلاوة على ذلك؛ تكمن الأهمية في استكشاف إمكانية تحقيق التنمية المستدامة في الجزائر من خلال الاستفادة من التجارب الدولية الناجحة نحو ماليزيا والسعودية، التي تمكّنت من إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بكفاءة أكبر، من خلال تطوير سوق الصكوك الإسلامية.

خامسا- أهداف الدراسة

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- تشخيص طبيعة احتياطي الصرف الأجنبي، وكيفية إدارته في الاقتصادين التقليدي والإسلامي.
- 2- التعرف على مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، واستخدامها كأداة مساعدة على إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.
- 3- استخلاص النقاط الإيجابية من التجربتين السعودية والماليزية في مجال إدارة الفوائض المالية، بواسطة تطبيق الصكوك الإسلامية.
- 4- تسليط الضوء على إدارة الاحتياطي في الجزائر، وإبراز ضرورة اعتماد الجزائر على الصكوك الإسلامية في حلّ ومعالجة ظاهرة استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي، لتغطية النفقات العمومية.

5- وضع تصور تحليلي لإدارة رشيدة لاحتياطي الصرف الأجنبي، عن طريق توفير بيئة متكاملة لصناعة الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري، دون إغفال إعطاء تصور للتحديات القانونية والتنظيمية، واقتراح الحلول الممكن تطبيقها لتحديدتها.

6- اقتراح تمويل مشروعات بالصكوك الإسلامية، واستخلاص مدى مساهمتها في تعزيز إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بالجزائر.

سادسا - حدود الدراسة

قصد الإجابة على إشكالية الدراسة، تم تسطير حدود مكانية وزمانية للدراسة، نذكرها كما يلي:

1- **الحدود المكانية:** وتشمل الجزائر باعتبارها الدولة محل الدراسة الرئيسية، التي تفتقد للصكوك الإسلامية والتركيز على إمكانية استخدامها في تحسين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، بالاستناد على دولتي ماليزيا والسعودية، باعتبارهما دولتين لهما تجربة رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية، واعتمادهما لهذه الأداة في ترشيد إدارة احتياطياتهما، وتحليل إمكانية تطبيق هاتين التجربتين في السياق الجزائري.

2- **الحدود الزمانية:** إن الدراسة بصفة عامة هي دراسة استشرافية، والاستشراف يتطلب دراسة فترة محددة، من أجل التنبؤ بما يمكن أن تكون عليه الصورة في المستقبل؛ ولأجل ذلك فقد تم الاعتماد على الفترة (2014-2023م)، فهي تمتد على مدى عقد كامل، نظرا لبروز الإصدارات بالسعودية، وتطور إصدار الصكوك بماليزيا، وباعتبار الجزائر والسعودية دولتين نفطيتين بامتياز، فكان من المناسب دراسة وتشخيص واقع إدارة الاحتياطي من الصرف الأجنبي في اقتصاد الدول الثلاث بعد الأزمة النفطية لسنة 2014م، وهي فترة كافية لإعطائنا صورة عما ميز الاقتصاد الجزائري بصورة خاصة، وعلاوة على ذلك؛ تضمنت هذه الفترة تأثير الجائحة العالمية كورونا، مما يتيح دراسة كيفية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في أوقات الأزمات غير المتوقعة.

3- **الحدود الموضوعية:** التركيز على دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات العامة، مما يخفف الضغط على احتياطي الصرف الأجنبي للدول.

سابعا - منهج الدراسة

تبعًا لطبيعة الدراسة والأهداف المتوخاة منها؛ وقصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة، تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل؛ من خلال رصد وتحليل التطورات الحاصلة في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وتحليل واقع احتياطي الصرف الأجنبي في كل من ماليزيا والسعودية، بالإضافة

إلى تطورات احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، فضلا عن التنبؤ بالدور الذي يمكن أن يؤديه استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة الاحتياطي في الجزائر.

ثامنا- الدراسات والأدبيات السابقة

الدراسة الأولى - دراسة سومية معمر شاوش (2023م)، بعنوان: "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة -الصكوك الإسلامية نموذجًا"، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية وبنوك إسلامية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي مرسلبي عبد الله، تيبازة، الجزائر.

منطلق هذه الدراسة هو الصكوك الإسلامية كأحد أدوات التمويل الإسلامي، وأبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية، نظرا لما توفره من حلول تمويلية قصد معالجة الموازنة العامة للدولة، وهدفت الدراسة إلى بحث وإبراز دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، واعتمدت الدراسة أداتي الوصف والتحليل، من خلال البحث المكتبي، بالإضافة إلى توصيف متغيرات الدراسة، وتحديد ماهية الصكوك الإسلامية، ومعرفة مدى إسهاماتها في تمويل أوجه الإنفاق العام، بالإضافة إلى اعتماد الباحث على دراسة الحالة، لتسليط الضوء على تجربي دولتي كل من ماليزيا والسودان، كعينتين للجزء التطبيقي، وسجلت الدراسة بوضوح، استخدام حكومة السودان للصكوك الإسلامية كأسلوب للتمويل الداخلي لعجز موازنة الدولة، أما ماليزيا فقد اعتمدت تشكيلة متنوعة لهذه الصكوك، كآلية لتمويل مشروعات البنية التحتية بصفة خاصة، والمشروعات الحكومية بصفة عامة، وخلصت الدراسة أيضا باقتراح امكانية تبني الجزائر للصكوك الإسلامية لمعالجة العجز، وأساليب الاستثمار وتمويل المشروعات خارج أطر التمويل التقليدي، وترتبط هذه الدراسة بموضوعنا، كونها تتناول موضوع الصكوك الإسلامية، لكن من زاوية استخدامها كحلّ لمعالجة العجز المسجل في الموازنة العامة للدولة.

الدراسة الثانية- دراسة عبد القادر بوكريد، عبد الباقي كيجل (2022م)، بعنوان: "محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر-دراسة قياسية للفترة 1990-2019"، مقال منشور في مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد الثاني عشرة، العدد الأول، جامعة ابن باديس، مستغانم، الجزائر.

استندت هذه الدراسة إلى بيانات سنوية للفترة 1990-2019، بين حجم احتياطي النقد الأجنبي والنتائج المحلي الإجمالي في الجزائر، وأبانت عن تأثير إيجابي لمعدل الانفتاح التجاري على هذه الاحتياطيات، وقد تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي (VAR) لتحليل هذه العلاقة، مع الأخذ في الاعتبار مجموعة من المتغيرات

الاقتصادية ذات الصلة، وهي الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف الحقيقي، الكتلة النقدية، وأظهرت نتائج الدراسة علاقة طردية قوية بين الناتج المحلي الإجمالي واحتياطيات النقد الأجنبي في الجزائر.

تلتقي هذه الدراسة مع دراستنا في الأهمية الاستراتيجية لاحتياطي الصرف الأجنبي لدعم الاقتصاد الجزائري، ومواجهة الصدمات الخارجية، فضلا عن العلاقة الموجبة بين حجم الاحتياطي ومعدل النمو الاقتصادي، غير أن الدراسة تركز بشكل أساسي على العوامل الكلية المؤثرة في الاحتياطيات، مثل الانفتاح التجاري، والناتج المحلي الإجمالي، مع إغفال السياستين النقدية والمالية، بالإضافة إلى الظروف السياسية التي تؤثر بشكل مباشر على الاحتياطي.

الدراسة الثالثة - دراسة بومدين نورين، محمد جعفر هي (2021م)، بعنوان: "استراتيجية احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي"، مقال منشور في مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد السابع عشرة، العدد الخامس والعشرون، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف، الجزائر.

تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي للدول الإسلامية، وذلك بوضع خطة استراتيجية متكاملة، تجمع بين الاستخدام الأمثل والاستثمار الآمن لهذه الاحتياطيات، في إطار مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وأوضحت نتائج الدراسة المتطلبات الأساسية لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي، كالمتابعة المستمرة لرصد المعلومات حول تغيرات أسعار الصرف، وأسعار الأصول المالية الإسلامية، وأسعار المواد الأولية (الذهب والنفط) دون إغفال معدلات التضخم السائدة.

إجمالاً؛ تحاول هذه الدراسة تقديم رؤية استراتيجية متكاملة لكيفية استخدام وتوظيف الفوائض المالية الناتجة عن هذه الاحتياطيات، بما يحقق الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية، وتمت مناقشة بعض الأدوات والأساليب المحتملة لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي، مثل استخدامها في إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية، وتم تسليط الضوء على أهمية الالتزام بالضوابط الشرعية في إدارة الاحتياطيات، وربط ذلك بتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية المستدامة، غير أنها لم تتضمن دراسات حالة أو أمثلة توضيحية لكيفية تطبيق هذه الاستراتيجية في الواقع العملي.

الدراسة الرابعة- دراسة: (Samira OUARET & Farid YAICI (2020)، بعنوان: "The Management of Foreign Exchange Reserves in Algeria", Roa Iktissadia REVIEW, University of Echahid Hamma Lakhdar, Eloued, Algeria.

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل وتقييم استراتيجيات إدارة احتياطات النقد الأجنبي في ظل التحولات الاقتصادية العالمية والمحلية المتزامنة مع فترة الدراسة، في سياق الاقتصاد العالمي الحالي، الذي يتسم بتراكم احتياطات النقد الأجنبي وتطور سياسات إدارتها، إلى جانب الاتجاه التنافسي لأسعار النفط، وانخفاض أسعار الفائدة على الأوراق المالية الحكومية، وتسعى الدراسة إلى فهم تأثير هذه العوامل على الاقتصادات النامية، وخاصة الجزائر.

وخلاصة الدراسة تتمثل في أن إدارة احتياطات النقد الأجنبي مرّت بعدة مراحل؛ واعتمدت العديد من البنوك المركزية في إدارة احتياطاتها على مبادئ السيولة والأمان، أما الجزائر، فقد ظلت في إدارتها التقليدية، بأصول قصيرة الأجل، معظمها بالدولار الأمريكي، وينبغي على الجزائر إنشاء صندوق استثماري لتمويل مشاريع في قطاعات أخرى محتملة مثل الصناعة (التحول) والزراعة والسياحة.

مما سبق، تبين أن الدراسة تقوم بتحليل مراحل إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر، وتعمل على تقييم السياسات الحالية المتبعة من قبل البنك المركزي ووزارة المالية، كما تقترح تنويع الاقتصاد الجزائري؛ وتحديثاً يمكن تحليل أكثر عمقاً لأداء إدارة الاحتياطات الأجنبية في الجزائر، مقارنة بالممارسات الدولية الأفضل.

الدراسة الخامسة – دراسة (2019) Ahmed MADANI، بعنوان: “Infrastructure Financing Through Islamic Sukuk: Case Studies in Malaysia”, Finance and Business Economics Review, University Center, Mila, Algeria.

تستعرض هذه الورقة البحثية الدور البارز للصكوك في تمويل استثمارات البنية التحتية في ماليزيا، من خلال تناول واقع سوق البنية التحتية العالمية، وواقع أداء سوق الصكوك، ومساهمتها في تمويل استثمارات البنية التحتية بشكل عام، وفي ماليزيا على وجه الخصوص، وخلصت الدراسة إلى أن معظم تمويل البنية التحتية يتم توجيهه من خلال إصدار الصكوك، في حين أن معظم الصكوك المرتبطة بالبنية التحتية يتم إصدارها من قبل الشركات المرتبطة بالحكومة الماليزية.

تتداخل هذه الدراسة مع دراستنا كونها تسلط الضوء على الصكوك الإسلامية ودورها في تنمية البنية التحتية في ماليزيا، باعتبار هذه الأخيرة نموذج ناجح في هذا المجال، غير أن الدراسة أغفلت أنواعاً أخرى من الصكوك التي يمكن استخدامها في تمويل البنية التحتية، واقتصرت على ثلاثة نماذج، مما قد يقلل من شمولية الدراسة، وكذلك عدم التعمق في الجوانب الفنية والمالية المحددة لكل نوع من المشروعات، كالطاقة المتجددة على سبيل المثال.

الدراسة السادسة - دراسة محمد جعفر هني (2017م)، بعنوان: "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي"، أطروحة دكتوراه، شعبة العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

تهدف هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى محاولة بناء خطة استراتيجية متكاملة، لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، والتركيز على تطبيق آليات فعالة لإدارة المخاطر المترتبة بها، وخلصت الدراسة إلى أن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي تتطلب متابعة مستمرة وديناميكية من قبل متخذي القرار، ومراجعة وتحديث أدوات الاستثمار المتاحة، واختيار تلك التي تناسب مع ظروف وترتيبات كل بلد على حدة، بهدف حماية أصول الاحتياطيات، وضمان استخدامها بأقصى كفاءة ممكنة، وبالمقابل، تتسم الأدوات التقليدية المستخدمة في إدارة الاحتياطيات الأجنبية بعدم الكفاءة، حيث لا تركز على تحقيق أفضل العوائد والمنافع المالية والاقتصادية.

نستخلص من هذه الدراسة، أنها مرتبطة إلى حد كبير بموضوع دراستنا، فهي تهدف بشكل واضح إلى بناء خطة استراتيجية متكاملة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور الاقتصاد الإسلامي، وتولي اهتماما خاصا بتطوير آليات فعالة لإدارة المخاطر المترتبة باحتياطي الصرف الأجنبي، وعلاوة على ذلك؛ فإن الدراسة استندت إلى تجربتي ماليزيا والسعودية في طرق إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، غير أن الدراسة لم تتناول بالتفصيل كيفية تطبيق الآليات والطرق في تعزيز إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، من منظور إسلامي على أرض الواقع في السياق الجزائري.

تاسعاً - صعوبات الدراسة

- وجود صعوبة في انتقاء الإحصائيات من المواقع الرسمية للمؤسسات، باعتبار أن كل مؤسسة لها الإحصائيات الخاصة بها، وتستند لمصادرها الرسمية الموثوقة، غير أن الأرقام المقدمة تختلف من مؤسسة إلى أخرى، ومن فترة إلى فترة، وهذا ما يضع الباحث في حيرة اختيار أي المصادر أوثق وأصدق.
- توجد العديد من النصوص التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالتجربتين الماليزية والسعودية في استخدام الصكوك الإسلامية، وإدارة احتياطي الصرف الأجنبي، وقد استغرقت من الباحث وقتاً معتبراً للاطلاع عليها، وفهم تفاصيلها، بالإضافة إلى تحديد الجوانب الأكثر أهمية التي يمكن أن تدعم بحثي.
- صعوبة في إيجاد بعض العناوين المهمة من كتب وأطروحات، خاصة الأجنبية منها، بحكم أنها غير منشورة، وتتطلب التواجد بالمكتبات الأجنبية.

- نقص في الإحصائيات المنشورة في التقارير السنوية، التي تكون في أغلبها شمولية، ولا تتضمن بعض الجزئيات الدقيقة، التي يحتاج إليها الباحث في بناء دراسة قوية.
- عدم وجود دراسات تطرقت بصفة مباشرة، لمساهمة الصكوك الإسلامية في تحسين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

عاشراً - محتويات وتقسيمات الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، واختبار صحة الفرضيات، والتوصل إلى الأهداف المسطرة؛ تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول، تسبقها مقدمة للإحاطة بالموضوع، وتليها خاتمة تضم النتائج المتوصل إليها وبعض التوصيات.

وقد جاء الفصل الأول المعنون بـ "الإطار النظري للصكوك الإسلامية" بمثابة تمهيد لموضوع الدراسة، تم التطرق فيه للإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية في المبحث الأول، وأنواعها المختلفة وكيفية تداولها في المبحث الثاني، أما في المبحث الثالث فقد تم التعرض لآليات إصدار ومخاطر الصكوك الإسلامية.

وبخصوص الفصل الثاني المعنون بـ "الإطار النظري لاحتياطي الصرف الأجنبي"، فقد تم التطرق فيه لمفاهيم أساسية حول احتياطي الصرف الأجنبي في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني إلى مكونات ومؤشرات كفاية احتياطي الصرف الأجنبي، وفي ثالث مبحث تمت دراسة مصادر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي وقنوات استنزافه.

وفي ثالث فصل من هذه الدراسة، والذي عُنون بـ "إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي"، فقد تم التعرض فيه إلى: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور تقليدي، ثم من منظور إسلامي، في المبحثين الأول والثاني على التوالي، ثم في مبحث ثالث، تم تحليل دور الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، وتم الحديث عن استراتيجية إدارة مخاطر احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي في المبحث الرابع.

وفي الفصل الرابع والأخير الذي عنوان بـ "تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر"، فقد تم التعرض فيه إلى "تطور سوق الصكوك الإسلامية عالمياً وتحدياتها" في المبحث الأول، ثم تطرق الباحث بالدراسة للتجربتين الماليزية والسعودية، وذلك في مبحثين منفصلين، أما المبحث الرابع تم استعراض الدراسة الاستشرافية لاستخدام الصكوك الإسلامية في تحسين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

الفصل الأول

تمهيد:

تسعى دول العالم - في ظل التطورات الرهيبة في المجالات السياسية، والاقتصادية، والمالية العالمية - إلى حياة ومُركمة احتياطي الصرف الأجنبي، باعتباره واحدًا من الخطوط الدفاعية المهمة، ويبقى مقياسًا رئيسيًا، يعكس مستوى الجدارة الائتمانية لهذه الدول، وقدرتها على مواجهة الالتزامات والديون، خاصة الخارجية منها؛ بالإضافة إلى تحصين خطوطها الدفاعية للتحوط من أي انعكاسات سلبية متوقعة أو غير متوقعة.

ويعتبر احتياطي الصرف الأجنبي في المقام الأول، أحد الأدوات في السياسة النقدية، للمحافظة على مستويات مقبولة في سعر الصرف، من خلال طرح العملات الصعبة للبيع والشراء؛ لتحقيق السعر المتوازن في السوق، وعلاوة على ذلك، يعتبر صمام الأمان تلجأ إليه الدول لتوفير استيراد السلع الأساسية، واستثماره في التنمية الاقتصادية.

ومن خلال هذا الفصل، سوف نتناول الجانب النظري للاحتياطيات الأجنبية، بالتطرق إلى التعريف والماهية، الأهمية وأهداف الحياة، وأهم محددات الطلب، وأهم عناصر ومكونات وقنوات تراكم الاحتياطيات، وهذا وفق المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول احتياطي الصرف الأجنبي.

المبحث الثاني: مكونات ومؤشرات كفاية احتياطي الصرف الأجنبي.

المبحث الثالث: مصادر تراكم وقنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول احتياطي الصرف الأجنبي.

في ظل الانفتاح العالمي، وتضاعف التبادل التجاري الدولي، وتشابك العلاقات الاقتصادية بين البلدان، هذا الواقع فرضَ على الحكومات تكوين مستوى مقبول من الاحتياطيات الدولية، لمواجهة الصدمات الخارجية، والإيفاء بالتزامات ديونها الخارجية بالعملات الأجنبية، وضمان موازنة ميزان مدفوعاتها.

المطلب الأول: السيولة الدولية واحتياطي الصرف الأجنبي.

انطلاقاً من الأبعاد السالفة الذكر، سوف نرفع اللبس القائم بين السيولة الدولية، واحتياطي الصرف الأجنبي، باعتبار الأولى أوسع وأشمل، ونعرج على أنواع احتياطي الصرف الأجنبي، ومحددات الطلب عليه.

أولاً - السيولة الدولية

1- ماهية السيولة الدولية: تختلف وجهات النظر في تحديد مكونات السيولة الدولية بحسب درجة سيولتها، وكذا توافرها لدى السلطات النقدية، واستخدامها في تسوية العجز على مستوى ميزان المدفوعات.

أ- يستخدم مفهوم السيولة الدولية (INTERNATIONAL LIQUIDITY) كمرادف لاتفاقية الاحتياطيات الدولية، حيث استخدم الاقتصاديان "MCKINON" و"HELER" التعريف الأوسع نطاقاً للسيولة الدولية ليشمل عمليات القروض الائتمانية التجارية، الهيكل المالي الدولي في احتياطات الدول.

ب- يرى صندوق النقد الدولي بأن السيولة الدولية هي مجمل الموارد المالية؛ التي تستطيع السلطات الرسمية في مختلف الدول الحصول عليها، لتغطية العجز في ميزان المدفوعات¹، وتشمل السيولة التي تملكها السلطات النقدية ملكية مطلقة، بالإضافة إلى العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي²، فالسيولة الدولية من هذا المنظور، تتمثل في وسائل الدفع الرسمية والمقبولة في المدفوعات الدولية، وتشمل الذهب والعملات الأجنبية لدى السلطات النقدية، إضافة إلى وسائل إضافية؛ مثل التسهيلات الائتمانية الثنائية الدولية³.

¹ عبد الكريم جابر شنجار، مكونات السيولة الدولية واحتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، المجلد الخامس، العددان الأول والثاني، القاهرة، مصر، 2001، ص17.

² علي محمد سعود، عجاج صاحب، التمويل الدولي، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002م، ص223.

³ Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, The question of International liquidity ay the fundmating, November 1963, p167.

ويركز هذا المفهوم على الوسائل الرسمية والمقبولة دولياً كالذهب والصرف الأجنبي، باعتبارها سيولة دولية يمكن للدولة استخدامها لمواجهة الاختلالات الطارئة في ميزان المدفوعات الخاصة، ويتضمن تعريف صندوق النقد الدولي بعدين أساسيين¹:

البعد الأول: يركز على دورها في تسوية العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، على أنها تضم كافة العناصر التي تقبل في المدفوعات الدولية، والتي تتمتع بتسوية العجز في ميزان المدفوعات للدول المختلفة.

البعد الثاني: جميع وسائل الدفع المقبولة بصورة عامة، والمتاحة²، وغير المشروطة، لتمويل المدفوعات الدولية؛ أي تمويل التجارة الخارجية لدول العالم المختلفة³، وهذا المفهوم يركز على المشروطة في السيولة الدولية.

ت- "مجموع كل من الذهب والمخزونات الاحتياطية الدولية وجميع الاعتمادات الدولية المتاحة بسهولة"⁴.

ث- وعُرفت أيضاً بأنها: الموجودات غير الوطنية التي تكون السلطات النقدية الوطنية مستعدة لقبولها لأغراض تسوية الديون والالتزامات المترتبة عليها أو لها⁵.

وقد ميز العديد من الباحثين في تعريفهم للسيولة بين المفهومين الآتين⁶:

- **المفهوم الكمي:** ونعني به كمية الأصول التي من الممكن تحويلها إلى نقد في زمن ما، وبدون خسارة.

- **المفهوم التدفقي:** ونعني به كمية الموجودات القابلة للتحويل السريع إلى نقد، إضافةً إلى ما يمكن الحصول عليه من الودائع ومن الأموال المشتراة، وكذا من تسديد العملاء لالتزاماتهم.

وعلى العموم؛ يقصد بالسيولة الدولية؛ تلك الموارد التي هي بحوزة السلطات النقدية، والتي تستطيع من خلالها تمويل الاختلالات الخارجية، وهذا المفهوم يركز على جانب التكييف في ميزان المدفوعات، ويضع على عاتق السيولة الدولية، مسؤولية عدم لجوء الدولة إلى ترتيبات التكييف غير المرغوبة، في حال الاختلالات التي يتعرض لها ميزان المدفوعات.

¹ مُجدي الطيب المُجد، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016م-2017م، ص5.

² عبد الكريم جابر العيسوي، التمويل الدولي كمدخل حديث، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م، ص295.

³ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010م، ص15.

⁴ Jeffrey M.Chwierouch, International Liquidity Provision, The IMF And The World Bank In The Treasury And Marshall, 1942-1957, P73.

⁵ سالم رشدي سيد، إدارة التمويل الدولي (أسسه ونظرياته)، دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015م، ص123.

⁶ علي محي الدين القرة داغي، إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية -دراسة فقهية اقتصادية، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010م، ص10.

جدول رقم: 1-1

عناصر السيولة الدولية واستخداماتها المختلفة

عناصر السيولة	احتمالات استخدامها
1- الأرصدة النقدية الحاضرة فعلاً.	6- ديون والتزامات قصيرة الأجل.
2- موارد مالية قابلة التحقيق والاستخدام.	7- التزامات مستحقة بمجرد الطلب.
3- موارد مالية يمكن الحصول عليها في حالة بيعها دون خسارة.	8- مبالغ لازمة لشراء مواد ضرورية.
4- موارد مالية يمكن اقتراضها.	9- مبالغ لازمة لتسوية مدفوعات لا يمكن تأجيلها.
5- موارد مالية يمكن الحصول عليها بمجرد الطلب.	10- شراء سلع وخدمات بالكميات المعتادة.
	11- زيادة شراء سلع وخدمات طبقاً لمعدلات نمو معينة.
(مجموع الموارد من 1 إلى 5)	(مجموع الاستخدامات من 6 إلى 11)
رصيد السيولة = الفرق بين مجموع الموارد ومجموع الاستخدامات	

المصدر: الحجار بسام، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2003م، ص 83.

2- أنواع السيولة الدولية: إن صندوق النقد الدولي يميز بين عناصر السيولة الدولية التي تحوز الدولة عليها، وبين تلك العناصر التي تقترضها من العالم الخارجي كما يلي:

أ- السيولة المملوكة: ويقصد بها تلك الاحتياطيات الدولية والأصول التي تحوز عليها السلطة النقدية ملكيةً مُطلقةً، وبالتالي تستطيع التصرف فيها كما تشاء وبحرية، ووفقاً لظروفها الخاصة، مثل حجم الشريحة الذهبية (GOLD TRANCHE) للدولة بصندوق النقد الدولي، الذهب الموجود في أقبية البنك المركزي، بالإضافة الى العملات الأجنبية التي تتسم بالقوة، والتي تحتفظ بها الدولة كاحتياطيات، ووحدات حقوق السحب الخاصة¹.

ب- السيولة المقترضة: تشمل كافة عناصر السيولة التي تتحصل عليها الدولة من خلال الاقتراض الخارجي، وتستعمل في تسوية العجز الطارئ الحاصل في ميزان المدفوعات، وهذا على أن تكون هذه العناصر مطلوبة السداد بعد فترة محددة، أو عند تاريخ معين²؛ والسيولة المقترضة بهذا الشكل تشمل إمكانية السحب من صندوق النقد الدولي خارج الحدود المتعلقة بالشريحة الذهبية، بالإضافة الى القروض التي يُمكن للدولة الحصول عليها من أسواق النقد في الدول الأخرى (السوق الأوروبية للدولار)، كما يمكن أن تضم أيضاً السحب على التسهيلات الائتمانية

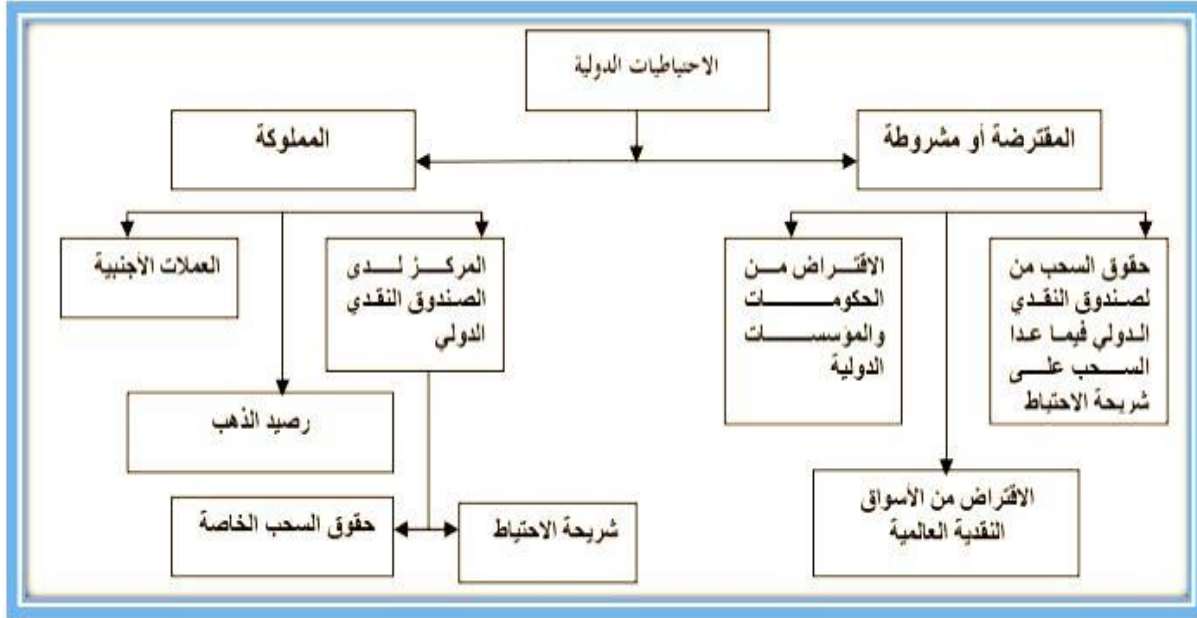
¹ عبد الكريم جابر شنجار، التمويل الدولي، مدخل حديث، مؤسسة النبراس للطباعة والنشر، النجف الاشرف، العراق، 2005م، ص 295.

² عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2004م، ص 236.

المتاحة بين البنوك المركزية (اتفاقيات SWAP)¹، والشكل البياني الموالي يبين الفرق بين السيولة المملوكة والسيولة المقترضة:

شكل رقم: 1-2

الفرق بين السيولة المملوكة والسيولة المقترضة



المصدر: محمد زكي شافعي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1989م، ص30.

ت- السيولة غير المشروطة*: ويقصد بها تلك الاحتياطيات الدولية والأصول، ووسائل الدفع الأخرى؛ التي تستطيع الدولة اللجوء إليها بسرعة كافية وبحرية تامة، حينما تكون الحاجة لذلك، وهذا دون أن يقترن استعمالها بأي قيود أو شروط، وتشتمل على العملات الأجنبية القابلة للتحويل أو كمية الذهب، بالإضافة إلى حق السحب غير المشروط من صندوق النقد الدولي (في حدود الشريحة الاحتياطية)، زائداً ما في حوزة الدولة من وحدات حقوق السحب الخاصة².

ث- السيولة المشروطة: والمقصود بها قدرة الدولة في الحصول على وسائل الدفع اللازمة من أجل سد العجز الطارئ الحاصل في ميزان المدفوعات، وهذا تبعاً لشروط محددة تضعها الجهة التي تُقدم هذه الإمكانيات، وكمثال

¹ صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة، الفقرة 424، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 1993م.

* تشكل السيولة الدولية غير المشروطة، أهم العناصر في الهيكل الإجمالي للاحتياطيات الدولية الخارجية للاقتصاد القومي.

² International Monetary Fund (IMF) Data and Statistics "Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity- operational Guidelines" October, 1999.

لذلك، إمكانية الدولة السحب من التسهيلات الائتمانية التي يُقدمها صندوق النقد الدولي، فوق حدود الشريحة الاحتياطية، وتشمل أيضاً القروض التي تحصل عليها الدولة من الحكومات، أو تحصل عليها من الأسواق النقدية في الدول الأخرى¹.

ثانياً - احتياطي الصرف الأجنبي

إن وجود احتياطيات مناسبة من العملة الأجنبية يمنح السلطات الثقة في إمكانية تسديد التزاماتها الخارجية في وقتها، كما أن الاحتفاظ بالاحتياطيات يرتبط برغبة الدول في تحقيق جملة من الأهداف، من بينها تعزيز الثقة في سياسات إدارة النقد وسعر الصرف؛ أي أن لها القدرة على التدخل من أجل دعم قيمة العملة المحلية، وهذا من خلال المحافظة على السيولة، وإتاحة الوقت الكافي لامتناع الصدمات، وكذا لمواجهة الكوارث أو الطوارئ القومية، ويكون ذلك في تلك المواقف التي تُصبح فيها إمكانية النفاذ إلى أسواق القروض، محدودة أو قد تكون مرتفعة التكلفة².

1- مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي: نظراً لعدم التوافق في تحديد العناصر المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي، اختلفت الدراسات في وضع مفهوم دقيق له، فهناك العديد من التعريفات المقدمة من أجل ضبط هذا المصطلح؛ ويمكن حصرها في مفهومين أساسيين؛ نذكرهما كما يلي:

أ- المفهوم الضيق:

- تعدّ احتياطيات الصرف كموجودات من عملات الدول؛ والتي قد تشمل أوراق النقد الأجنبي والودائع تحت الطلب ولأجل بعملات هذه الدول، فضلاً عن الذهب والسندات الحكومية وحقوق السحب الخاصة، أي أنها بالإضافة إلى موجوداتها من عملات الدول الأخرى، يمكن أن تشمل أيضاً أية التزامات مالية على الدولة والهيئات الإقليمية والدولية، التي يمكن تحويلها إلى نقد جاهزة³.

¹ محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016-2017، ص12.

² نفس المرجع، ص3.

³ مروان عوض، ماهر كبخ شكري، المالية الدولية العملات الأجنبية والمستقات المالية بين النظرية والتطبيق، نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 2004م، ص191.

- تتمثل الاحتياطيات الأجنبية في الذهب، وأصول البنك المركزي؛ والتي تأتي ضمن سيطرتها تماماً، وتكون سهلة التداول فيما بين الأسواق المالية الوطنية¹، إضافة إلى حقوق السحب الخاصة².

- حسب "دليل ميزان المدفوعات" الصادر عن صندوق النقد الدولي في طبعته الخامسة، فالمقصود باحتياطيات الصرف لدولة هو "تلك الأصول الخارجية التي تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية³، والتي تتحكم فيها بغية التمويل المباشر للاختلالات الحاصلة في المدفوعات، وكذا من أجل التنظيم غير المباشر لكميات هذه الاختلالات، من خلال التدخل في أسواق الصرف بهدف التأثير في سعر صرف العملة أو لأغراض أخرى"⁴.

- أما الطبعة السادسة من هذا الدليل فتبين أن المفهوم الذي تركز عليه الاحتياطيات الدولية هو مفهوم الميزانية العمومية، فتشير الاحتياطيات الدولية لأي دولة إلى: "الأصول الخارجية* المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية، والتي تكون خاضعة لسيطرتها الفعلية** من أجل تلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف، بهدف التأثير على سعر صرف العملة، ويمكن أن تشمل أغراض أخرى ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية، وتشكيل أساس يُمكن الاستناد إليه في الاقتراض الخارجي، وهي مُطالبات السلطات النقدية على غير المقيمين)⁵.

إذن فالمعنى الضيق لاحتياطي الصرف الأجنبي ينحصر في الأصول الموجودة لدى البنوك المركزية والسلطات النقدية وكذا في الذهب، وعادة ما يكون الاحتياطي للعملات المختلفة (الاحتياطي من الأورو، والدولار الأمريكي، واليوان الصيني، والين الياباني، والجنيه الإسترليني).

ب- المفهوم الواسع: حيث يشمل المفهوم الواسع للاحتياطيات الدولية مجموعة من العناصر تتمثل في:

- رصيد الذهب الذي تملكه الدولة والموجود بالبنك المركزي.

¹ Tsvetan «International Foreign Exchange Reserve», Bulgarian Bank, 2009, p19.

² Alain Beitone, Dictionnaire Des Sciences Economiques, Armand Colin, 1991, p273.

³ IMF, Reserve Accumulation and International Monetary stability, April, 2011, p5.

⁴ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، سبتمبر 2011م، ص11.

* وفقاً لمفهوم الإقامة في الطبعة السادسة من الدليل، يُقصد بالأصول "الخارجية" مُطالبات السلطات النقدية على غير المقيمين.

** يستند مفهوم الاحتياطيات في الدليل إلى فكرتين هما: "السيطرة الفعلية" للسلطات النقدية على الأصول و"إمكانية استخدام" السلطات النقدية لتلك الأصول، وبالتالي فإنَّ الأصول الاحتياطية هي في المقام الأول، أصول سائلة مُحررة، وتتم تسويتها بالنقد الأجنبي، وتخضع لتصرف السلطات النقدية، والمقصود بالأصول السائلة: تلك الأصول التي يُمكن شراؤها وبيعها وتصفيتها بأقل تكلفة، وخلال أقصر وقت دون تأثير ذات أهمية على قيمة الأصل، أمَّا الأصول الموجودة "تحت التصرف": هي الأصول المتاحة بصورة غير مشروطة إلى أقصى حد ممكن.

⁵ صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات والاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، الفقرة 6، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2009م، ص64.

- الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية التي تتسم بالقوة، وغير ذلك من العملات، كما تجدر الإشارة إلى أن عادة ما تكون نسبة الدولار في تكوين الاحتياطي العالمي لا تقل 60%¹، وهذا نتيجة اعتباره العملة الرئيسية في تكوين الاحتياطيات الدولية.

- حق الدولة للسحب من صندوق النقد الدولي، وهذا في حدود الشريحة الائتمانية.

- الهبات والمساعدات بالعمللة الصعبة.

- حقوق السحب الخاصة التي يُخصصها صندوق النقد الدولي للبلدان الأعضاء.

- قدرة أو طاقة الدولة على الاقتراض الخارجي.

- التسهيلات المتراكمة (ACCUMULATION FACILITIES)، والتي يقصد بها تلك التسهيلات التي تتم حينما يقبل البلد المدين أن يستخدم البلد الدائن له رصيده لديه في تسوية مدفوعاته الخارجية².

حسب هذا التعريف، لا بد أن تكون تحت تصرف السلطة النقدية العناصر الأربعة المذكورة، ويُمكن اللجوء إليها بالسرعة المناسبة عند الطلب، وبهذا المعنى يُمكننا أن نخلص إلى أنَّ الاحتياطي الأجنبي هو بحكم التكوين وبحكم التعريف، مملوك للسلطة النقدية، والتي تتمثل في أغلب الأحوال في البنوك المركزية.

وبالأخذ بعين الاعتبار مُقتضيات هذا التعريف، فإنه يجب أن تكون الأصول الاحتياطية (RESERVE ASSETS) أصول سائلة، أو أن تكون أصول مقومة بعملات أجنبية قابلة للتداول، كما يجب أن تكون هذه الأصول تحت السيطرة الفعلية لجهاز إدارة احتياطيات، أو قابلة للاستخدام من قبله، كما أن حيازتها ينبغي أن تكون في صورة استحقاقات للسلطة على غير المقيمين، وكشرط لاعتبار الذهب جزء من الاحتياطيات الرسمية بالنقد الأجنبي، فإنه يتعين أن يكون الذهب الذي يقع في حيازة السلطة النقدية في شكل ذهب نقدي³.

تشمل الأصول الاحتياطية: حقوق السحب الخاصة، الذهب النقدي، ووضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي، وأصول احتياطية أخرى. كما تستوفي العملة والودائع* والنقد الأجنبي والمطالبات الأخرى شروط الأصول الاحتياطية، وهذا كونها في كثير من الأحوال تكون مُتاحة تحت التصرف⁴.

¹ مسعود مجيطة، دروس في المالية الدولية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017م، ص3.

² صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة، الفقرة 424، مرجع سابق.

³ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 20 سبتمبر 2001م، ص36.

* الودائع المتضمنة في الأصول الاحتياطية هي الودائع لدى البنوك المركزية الأجنبية، وبنك التسويات الدولية، وبنوك أخرى.

⁴ صندوق النقد الدولي، الاحتياطيات الدولية والسيولة بالعمللة الأجنبية، المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2013م، ص3.

يتبين لنا من خلال التعريفات السابقة أن احتياطيات الصرف الأجنبية هي تلك الأصول العامة الأجنبية التي تحوز عليها السلطات النقدية المختصة، والتي تكون زائدة عن حاجتها الضرورية كما أنها تقع تحت سيطرتها، والتي تحتفظ بها كصمام أمان يمكن أن تلجأ إليه عند الضرورة، حتى يتسنى لها حماية نفسها من آثار الصدمات الاقتصادية الخارجية، والتي يمكن أن تواجه الاقتصاد الوطني من جراء علاقاته الاقتصادية الخارجية (التجارية والمالية)¹.

2- القواسم بين السيولة الدولية واحتياطيات الصرف الأجنبي: مما سبق؛ يتضح أن مفهوم السيولة الدولية أوسع وأشمل من احتياطي الصرف الأجنبي، فهي تتعلق بكل المستحقات والالتزامات الخاصة بالبنك المركزي².

جدول رقم: 1-2

القواسم بين مفهومي السيولة بالعملة الأجنبية والاحتياطيات الدولية

السيولة بالعملة الأجنبية			
قنوات التسرب بالعملة الأجنبية		مصادر العملة الأجنبية	
قنوات التسرب المحددة سلفاً	قنوات التسرب المحددة سلفاً	الأصول الأخرى بالعملة الأجنبية.	
الناشئة عن:	الناشئة عن:		
- الالتزامات الاحتمالية بالعملة الأجنبية. - الأوراق المالية بالعملة الأجنبية الصادرة مع خيارات متضمنة. - خطوط الائتمان غير المسحوب منها غير المشروطة. - المراكز في الخيارات بالعملة الأجنبية مقابل العملة المحلية.	مراكز المشتقات المالية في العقود الآجلة والمستقبلية والمبادلات	- الاحتياطيات الدولية - الأصول الاحتياطية الرسمية.	

¹ بومدين نورين، محمد جعفر هني، استراتيجية إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد السابع عشرة، العدد الخامس والعشرون، 2021م، ص 66-67.

² أمير صفية، أثر تغيرات أسعار البترول على احتياطي الصرف - حالة الجزائر (1986-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019-2020، ص 25.

الأنشطة بالعملة الأجنبية في الميزانية العمومية (المراكز والمعاملات، الأصول والخصوم القائمة)

الأنشطة بالعملة الأجنبية خارج الميزانية العمومية (المراكز والمعاملات، الأصول والالتزامات الاحتمالية)

بناءً على الإقامة



المصدر: صندوق النقد الدولي، الاحتياطيات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية، المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، واشنطن، و م أ، 2013م، ص 5.

إن مفهوم السيولة الدولية أوسع من الاحتياطيات الدولية من ثلاث جوانب هي¹:

الجانب الأول: تكون الأصول الاحتياطية فقط في حوزة السلطات النقدية، بينما السيولة الدولية هي عبارة عن النقد الأجنبي الذي تمتلكه السلطات النقدية والحكومة المركزية وغيرها، أي أنها ليست فقط تحت تصرف السلطات النقدية، فالتفاوض على الدين الخارجي يكون عن طريق الحكومة، وهو من بين أصناف السيولة وكذلك المساعدات الدولية.

الجانب الثاني: إن الأصول الاحتياطية لدى السلطات النقدية تمثل مطالبات على غير المقيمين فقط؛ أما السيولة الدولية لدى السلطات النقدية تمثل المطالبات والالتزامات على المقيمين وغير المقيمين في الدولة.

الجانب الثالث: يستند مفهوم الأصول الاحتياطية في إطار الموازنة العامة؛ أما مفهوم السيولة الدولية فإنه يشمل كافة التدفقات من العملات الأجنبية، التي تنجم عن ممارسة الأنشطة الاقتصادية المختلفة خارج الموازنة العمومية للسلطات النقدية².

3- خصائص الاحتياطيات الدولية: هناك خصائص تتميز بها الاحتياطيات الدولية، يمكن من خلالها التمييز بين كل عنصر بحسب درجة سيولته، وهب متاحة في أي وقت، وسائلة وخاضعة للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية، وقابلة للتفاوض، ولكي تكون الأصول مؤهلة لتصنيفها تحت الأصول الاحتياطية، يجب أن تكون³:

¹ عبد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص 295.

² أُمجد مُجدي طيب، عاشور كتوش، معايير وشروط انضمام النقود الدولية إلى النادي المغلق للعملة المرجعية المعتمدة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع عشر، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، السداسي الثاني 2017م، ص 132.

³ بلقاسم زايري، إدارة احتياطيات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد الواحد والأربعون، المركز العربي لدراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، 2008م، ص 9-10.

أ- مُطالبة على غير المقيمين أو سبائك ذهب عالية النقاء*.

ب- ذات جودة عالية (عُموماً)، في المرتبة الاستثمارية (مدى جودة الأوراق المالية).

ومن بين الخصائص أيضاً¹:

ت- مدى تحكم السلطات النقدية الرسمية، وحريتها في استعمال أرصدها الاحتياطية، حيث يُمكن اللجوء إليها بسرعة لمواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات²، فإذا ما كان هناك أي قيد محلي أو خارجي على استعمالها؛ كالاحتفاظ بجزء من تلك الأرصدة كغطاء لإصدار النقد الدولي، بموجب تشريع محلي، فإن هذا الجزء المحتفظ به سوف يفقد صفته كأحد مكونات الاحتياطيات الدولية³.

ث- مدى القبول الذي تلقاه العنصر الممنوح من دولة إلى أخرى، لتسوية الالتزامات والحقوق والمبادلات القائمة بينهما، فإذا ما تبين بأن إحدى هذه الدول ترددت في قبول ذلك العنصر، فسوف يؤثر على سيولة العنصر وانتمائه للاحتياطيات الدولية⁴.

ج- تتميز هذه الأصول -المتاحة في أي وقت- بأنها سائلة وقابلة للتفاوض؛ أي يُمكن شراءها أو بيعها أو تصفيتها بسرعة وبأقل تكلفة، وأنّ هناك مشترين وبائعين مستعدين للتفاوض عليها⁵.

ح- تتحدد درجة سيولة العنصر بمصدره، إذا كان نابعا من الكيان الاقتصادي للدولة، كأن يكون نتيجة فائض في الميزان التجاري، أو فائض في حركة رؤوس الأموال الدولية طويلة الأجل، أم أنها تحصل من مصادر خارجية، إذ أن عناصر السيولة الدولية في الحالة الأولى أعلى سيولة مما في الحالة الثانية، وتنشأ الحاجة إلى السيولة الدولية نتيجة لوجود العلاقات الاقتصادية الدولية بين مختلف الدول، وهذه العلاقة تعكسها فقرات ميزان المدفوعات المختلفة، وبالضبط حساب الاحتياطيات الرسمية⁶.

* يتكون الذهب من سبائك الذهب (بما فيها حسابات الذهب المخصصة، وحسابات الذهب غير المخصصة لدى غير المقيمين، والتي تُعطي حق المطالبة بتسليم الذهب. وتتخذ سبائك الذهب شكل نقود معدنية، أو سبائك أو قوالب تصل نسبة نقائها 995 جزءاً في الألف على الأقل، بما في ذلك الذهب المحتفظ به في حسابات الذهب المخصصة. ولمزيد من التفصيل راجع: صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 2009م، الفقرات 5-74 إلى 5-76.

¹ عبد الكريم جابر شنجار، مكونات السيولة الدولية واحتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو، مرجع سابق، ص 16-17.

² بلقاسم زايدي، إدارة احتياطيات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مرجع سابق، ص 9.

³ ستار جبار البياتي، التمويل الدولي، ماجستير صيرفة وتمويل، كلية اقتصاديات الأعمال -المادة- التمويل الدولي، جامعة النهريين للدراسات العليا، العراق، 2020م، ص 40.

⁴ ستار جبار البياتي، مرجع سابق، ص 40.

⁵ مُجّد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 8.

⁶ مُجّد مُجّدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها -حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 17.

خ- يجب أن تكون الأصول الاحتياطية موجودة بالفعل، أما حدود التسهيلات الائتمانية التي يمكن السحب منها، فليست أصولاً احتياطية؛ لأنها لا تمثل مستحقات قائمة، غير أن حدود هذه التسهيلات الائتمانية، يمكن الإبلاغ عنها في المعلومات الإضافية¹.

د- إن الأصول المرهونة غير المتاحة بسهولة، والأصول المقيدة بطرق أخرى، تستثنى من الاحتياطيات أو يتعين أن تحدد في المعلومات الإضافية، ولا تدرج العقارات التي تملكها السلطات النقدية في أصول الاحتياطي، لأنها لا تعتبر سائلة².

ذ- يُمكن إصدارها بعملات قابلة للتداول، لكي يتم الاحتفاظ بها واستخدامها في الفترات التي يحدث فيها عجز طارئ أو مؤقت في موازين مدفوعاتها، حتى لا تضطر إلى إجراء تغييرات أساسية غير مرغوب فيها في سياستها وأهدافها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا المعنى تكون الاحتياطيات عبارة عن صمام أمان، يُحتفظ به أو يُلجأ إليه عند الضرورة؛ لكي تحمي الدولة نفسها من آثار الصدمات الخارجية، التي تتعرض لها نتيجة علاقاتها الاقتصادية الخارجية³.

ر- والمستحقات الخارجية فقط (أي المستحقات لغير المقيمين)، التي تملكها بالفعل السلطات النقدية، تعتبر أصولاً احتياطية، ومع ذلك فإن الملكية ليست الشرط الوحيد الذي يوفر السيطرة، وفي الحالات التي تحوز فيها الوحدات المؤسسية (غير السلطات النقدية) في الاقتصاد، حقاً قانونياً في أصول العملة الأجنبية الخارجية، ويرخص لها بذلك فقط وفقاً لأحكام تحددها السلطات النقدية، أو فقط بناء على إقرارها الصريح، فإن هذه الأصول تعتبر أصولاً احتياطية، لأنها تكون تحت السيطرة الفعالة للسلطات النقدية⁴.

ز- إنَّ عناصر الاحتياطيات التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار هي تلك العناصر التي تتسم بأنها رسمية، أي في دائرة سلطة الدولة، حيث تُستبعد من نطاق الاحتياطيات الدولية للاقتصاد الوطني ما في حوزة الأفراد من ذهب و عملات أجنبية، كما تُستبعد أيضاً أرصدة العُملات الأجنبية؛ التي تتعامل فيها البنوك التجارية داخل الدولة، وكذلك القروض المصرفية والقروض التجارية، التي تُقدم يومياً لتمويل عمليات التجارة الخارجية، كما تُستبعد من نطاق الاحتياطيات الدولية القروض المتوسطة والطويلة الأجل؛ التي تحصل عليها الدولة لتمويل مشروعات معينة بذاتها⁵.

¹ أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 17.

² صندوق النقد الدولي، الاحتياطيات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية، مرجع سابق، ص 14.

³ بلقاسم زايري، إدارة احتياطيات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مرجع سابق، ص 10.

⁴ أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 17.

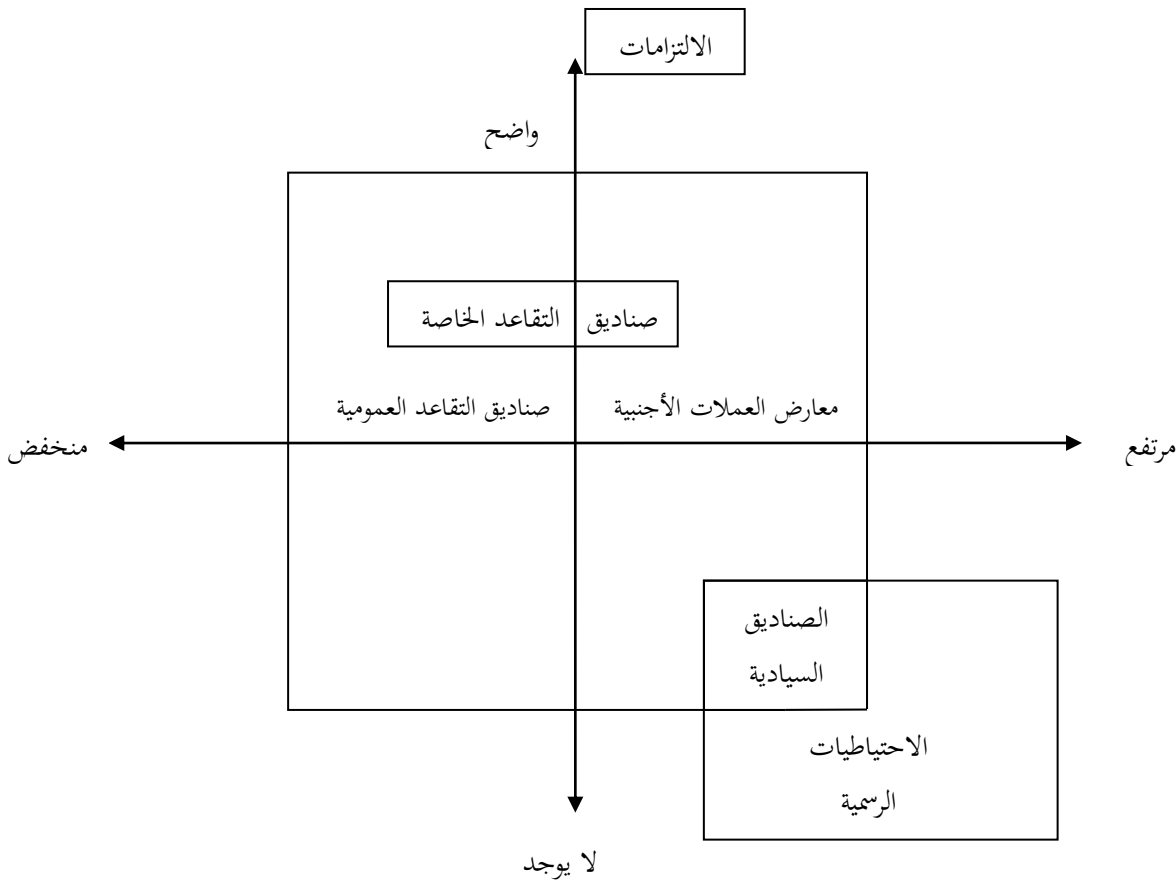
⁵ بلقاسم زايري، إدارة احتياطيات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مرجع سابق، ص 10.

س- إن تحويلات مستحقات العملة الأجنبية إلى سلطات النقد، من الوحدات المؤسسية الأخرى، قبل تاريخ معين، مباشرة قبل المحاسبة أو الإبلاغ، مع اقتران هذه التحويلات بالإلغاء بسرعة بعد هذا التاريخ، وهو إجراء يعرف عموماً باسم "تحميل الواجهة"، لا تعتبر أصولاً احتياطية، ويمكن إدراجها في المعلومات الإضافية المصاحبة للاحتياطيات الدولية¹.

والشكل الموالي يبين مدى حرية السلطات النقدية للتصرف في احتياطيات النقد الأجنبي، مقارنة بالمجمعات الأخرى للعملات الصعبة:

شكل رقم: 2-2

حرية تصرف السلطة النقدية في الاحتياطيات الدولية



المصدر: أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 18. يبين الرسم البياني السابق، أن الاحتياطيات الدولية من بين أكبر المعارض (المجمعات) للعملات الصعبة، ويسقط عن حائزها (البنك المركزي أو السلطة النقدية)؛ أي التزام محلي أو دولي، إذ له حرية التصرف فيها بالكيف

¹ أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 17.

المناسب، في الوقت المناسب، البنك المركزي أو السلطة النقدية لديه حرية التصرف في الاحتياطي الدولي بالكيفية التي يراها مناسبة، وفقاً للأهداف التي تسعى لتحقيقها؛ هذا يعني أنه يمكنه استخدام الاحتياطي الدولي لدعم العملة المحلية؛ في حالة هبوط قيمتها مقابل العملات الأجنبية، أو لتلبية احتياجات السيولة في السوق المالية، بينما نجد أن صناديق الثروة السيادية أقل حرية، مقارنة بالاحتياطيات الدولية، فهي تعمل على تحقيق عوائد مالية للدولة، أو الهيئة التي تملكها، وتستثمر في مجموعة متنوعة من الأصول لتحقيق هذا الهدف.

4- أسباب ودوافع حيافة احتياطي الصرف الأجنبي: تتباين أسباب تكوين الاحتياطيات الدولية من دولة إلى أخرى، فضلاً عن تأثير الاحتياطيات في الحكم على مدى حساسية الدولة للأزمات والتقلبات الاقتصادية الخارجية، إذن يمكن اعتبار هذه العلاقة علاقة تبادلية، أي بمعنى أن حجم وطبيعة الاحتياطيات من العملة الأجنبية تتأثر بكل من وضع الدولة الخارجي والظروف الاقتصادية:

أ- من أجل مواجهة عدم استقرار ودمومة مصادر الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، ففي هذه الحالة يتم تحديد مستوى وحجم الاحتياطيات وفق هذه الالتزامات¹.

ب- من أجل الحفاظ على الاستقرار؛ ويكشف المنظور التاريخي لاحتياطيات النقد الأجنبي عن دورها الذي لا غنى عنه في الحفاظ على الاستقرار، فمن تسهيل التجارة في العصور المبكرة إلى العمل كآلية دفاع أثناء الأزمات المالية، أثبتت هذه الاحتياطيات أهميتها باستمرار ومع تطور الاقتصاد العالمي، ستظل احتياطيات النقد الأجنبي أداة حاسمة للبنوك المركزية لتعزيز الاستقرار والتغلب على حالات عدم اليقين الاقتصادي².

ت- بغرض استخدامها كغطاء للعملة المحلية المصدرة³، حيث كان هذا التوجه سارياً عندما كان العمل بقاعدة الذهب، وقد استمر العمل بهذا الشكل بعد الحرب العالمية الثانية، وحتى سقوط وانحيار نظام بريتن وودز، والذي كان ينص على تحديد قوة العملة المحلية، حسب ما تحوز عليه الدولة من ذهب يُغطي تلك الإصدارات، وبالرغم من عدم التلاشي النهائي لدور الذهب كغطاء للعملة المحلية المصدرة، إلا أن الجزء الذهبي من الاحتياطيات التي تستعمل أو تُكون لأجل هذا الغرض، أصبح ذو أهمية ضئيلة جداً؛ حيث لم يعد يعتبر وجود رصيد ذهبي لدى الدولة كأحد

¹ اسماعيل فردية، محمد الأمين شربي، أثر الاحتياطي من النقد الأجنبي على سعر صرف العملة -دراسة حالة الجزائر (1990-2019)، الصفحات 121-132، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد الأول، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2021م، ص 125.

² Faster Capital, **Exchange rate stability: The Role of Foreign Exchange Reserves**, October 20, 2023, retrieved January 12, 2024, from: <https://fastercapital.com/content/Exchange-rate-stability--The-Role-of-Foreign-Exchange-Reserves>.

³ Umeora Chinwebo Emmanuel, **Accumulation of External Reserves and Effects on Exchange Rates and Inflation in Nigeria**, journal of International Business and Management, Vol 6, N° 2, Canada, 2013, p106.

مصادر زيادة الثقة في العملة المحلية لها، واتساع نطاق قبولها على الصعيد العالمي، وعلى سبيل المثال تُعد نيجيريا من أكبر الدول المنتجة للذهب في العالم، ومع ذلك لا تلقى علمتها المحلية قبولاً كعملة دولية¹.

ث- تكوين مخزون وقائي من أجل توفير حماية للاقتصاد ضد الطوارئ التي قد تواجهه في المستقبل، وبهذه الصورة يمكن اعتبار الاحتياطيات الدولية كصمام أمان يمكن الاحتفاظ به ليتم اللجوء إليه عند الحاجة لكي تحمي الدولة نفسها من آثار الصدمات الخارجية التي قد تتعرض لها².

ج- تسعى السلطات النقدية إلى تعويض تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات، من خلال امتلاكها لاحتياطيات الصرف الأجنبي؛ ويتم ذلك من خلال إدارة هذه الاحتياطيات وكذا المحافظة عليها من التآكل وتوظيف بعض الاجزاء منها³، كما تسعى أيضا إلى تقليل الصدمات الخارجية؛ حيث يمكن للتوترات الجيوسياسية أو الأزمات الاقتصادية أو التغيرات المفاجئة في الظروف المالية العالمية؛ أن تؤثر بشكل كبير على أسعار الصرف، وهذا من خلال وجود موقف احتياطي قوي، يمكن البنوك المركزية من التدخل في السوق، بهدف مواجهة التأثيرات السلبية لمثل هذه الصدمات، وبالتالي الحفاظ على الاستقرار⁴.

على سبيل المثال، إذا كان بلد ما يعتمد بشكل كبير على الواردات، وشهد زيادة مفاجئة في أسعار الواردات؛ بسبب ارتفاع أسعار السلع العالمية، فيمكن للبنك المركزي استخدام احتياطياته لتحقيق استقرار العملة؛ عن طريق بيع العملات الأجنبية، وتقليل المعروض من العملة المحلية، ويساعد هذا الإجراء على منع الانخفاض الحاد في قيمة العملة، مما قد يؤدي إلى ارتفاع التضخم وعدم الاستقرار الاقتصادي.

ح- إدارة السياسة النقدية من قبل البنك المركزي، حيث يمكن امتلاك البنوك المركزية لاحتياطي الصرف الأجنبي إدارة السياسات النقدية، حيث يحتاج في أغلب الأحيان إلى حجم كبير من العملات الأجنبية بيعا وشراء، وهذا من خلال ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، وكذا بإدارة غطاء النقد، أو استثمار موجوداته من العملات الأجنبية لدى

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سابق، ص 8-9.

² Osuji Casmir Chinaemerem and Ebiringa, O.T, **Analysis of Effect of External Reserves Management on Macroeconomic Stability of Nigeria**, International Journal Of Business And Management Economic. Rec , Vol 3, N° 6, 2012, p647.

³ نور الدين عبابسة، أثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية —دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2016-2017، ص 9.

⁴ International Monetary Fund, **Monetary Policy and Central Banking**, retrieved January 06, 2024, from: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/monetary-policy-and-central-banking>.

البنوك المراسلة في الخارج، وتوفير العملات الأجنبية للبنوك التجارية، من أجل الوفاء بالتزاماتها باتجاه مختلف المتعاملين¹، وعليه فالاحتياطيات هي مصدر للسيولة*.

خ- تأمين واردات البلد والتي تتضمن السلع والخدمات: مواجهة موجة الزيادات التي تكون متوقعة في الواردات، وكذا تزايد العجز الذي قد يمس الميزان التجاري بعد تحرير التجارة الخارجية².

د- تمويل عوائد وتحويلات المستثمرين الأجانب الذين يملكون مشاريع في البلد، وتنتج للسوق المحلي³.

ذ- المحافظة على توفير السيولة، وهذا بغرض تفادي الحالات التي يمكن أن يكون فيها الوصول إلى الاقتراض، أو تقليص القروض مكلفا جدا⁴.

ر- اللجوء إليها في المستقبل من أجل تسديد الديون الخارجية وأعبائها.

ز- التدخل في أسواق الصرف؛ وهذا بغرض دعم سياسة سعر الصرف؛ سواء بهدف المحافظة على قيمة العملة أو الحصول على سعر صرف مستقر، وخاصة عند اتباع أحد أشكال سياسة سعر الصرف الثابت؛ فتستعملها الحكومات بغية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي من حين لآخر، من أجل ضمان استقرار سعر صرف عملتها عند مستوى يحدد مسبقا⁵؛ بالإضافة الى انها تساعد احتياطيات النقد الأجنبي في عملية إدارة تقلبات أسعار الصرف، من خلال⁶:

* استيعاب الطلب أو العرض الزائد؛ عندما يكون هناك طلب مفرط على العملة، يمكن للبنك المركزي بيع العملات الأجنبية من احتياطياته، لزيادة المعروض من عملته، وبالتالي استقرار سعر الصرف؛ وعلى العكس من ذلك، عندما يكون هناك فائض في المعروض من العملة المحلية، يمكن للبنك المركزي شراء عملته الخاصة باستخدام العملات الأجنبية، مما يقلل العرض ويدعم قيمة العملة، فعلى سبيل المثال، لنفترض أن عملة بلد ما تعاني من انخفاض كبير في

¹ نور الدين عبابسة، مرجع سابق، ص9.

* لا بد هنا من الإشارة إلى عدم الخلط بين احتياطي الصرف الأجنبي الذي يملكه البنك المركزي، والودائع التي تتكون من نسبة الاحتياطي الإلزامي أو القانوني؛ التي يلزم فيها البنك المركزي البنوك التجارية بأن تحتفظ بها لديه من دون فوائد، فهذه التراكبات الناجمة من هذه النسب لا تدخل ضمن احتياطي الصرف الأجنبي حتى ولو كانت بالعملة الصعبة.

² John Nugée, **Foreign Exchange Reserves Management**, Handbooks in Central Banking no.19, Centre for Central Banking Studies Bank of England, p7-8.

³ اسماعيل فردية، محمد الأمين شربي، مرجع سابق، ص125.

⁴ نور الدين عبابسة، مرجع سابق، ص10.

⁵ عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية -دراسة تحليلية وتقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003م، ص135.

⁶ Faster Capital, **Exchange rate stability: The Role of Foreign Exchange Reserves**, October 20, 2023, retrieved December 15, 2023, from: <https://fastercapital.com/content/Exchange-rate-stability-The-Role-of-Foreign-Exchange-Reserves>.

قيمتها، بسبب ضغوط البيع المفرطة؛ يمكن للبنك المركزي الاستفادة من احتياطياته من النقد الأجنبي، وبيع العملات الأجنبية وشراء عملته الخاصة في السوق، فيزيد هذا التدخل من الطلب على العملة المحلية، مما يساعد على استقرار قيمتها ومنع المزيد من الانخفاض.

* الدفاع عن هجمات المضاربة؛ قد يحاول المضاربون التلاعب بأسعار الصرف، عن طريق البيع على المكشوف لعملة معينة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها بسرعة؛ في مثل هذه الحالات، يمكن للبنوك المركزية استخدام احتياطياتها لمواجهة هجمات المضاربة، وشراء عملتها الخاصة وتقليل المعروض منها في السوق¹.

* تعزيز الثقة؛ تعمل احتياطيات النقد الأجنبي أيضاً بمثابة تعزيز ثقة المستثمرين والمشاركين في السوق؛ حيث تثبت الدولة التي تتمتع باحتياطيات كبيرة، قدرتها على الوفاء بالتزاماتها الدولية، في مجال الدفع، وتوفر الطمأنينة للمستثمرين الأجانب، وتساعد هذه الثقة على جذب تدفقات رأس المال الأجنبي، والتي يمكن أن تزيد من تعزيز عملة البلاد وتساهم في استقرار سعر الصرف.

5- وظائف وأهداف احتياطي الصرف الأجنبي: من الغير ممكن تصور أية دولة -سواء كانت نامية أو متقدمة - تقل مستويات احتياطياتها الأجنبية عن حد معين، لتحقيق أهداف ووظائف على درجة كبيرة من الأهمية والحساسية، وسنخرج فيما يلي على أهم وظائف احتياطيات الصرف الأجنبي²:

أ- تعد كأداة لإدارة السيولة النقدية.

ب- تعتبر كوسيلة لإدارة سعر الصرف؛ كما تُساعد في العمل على خفض التقلبات في أسعار صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، والحفاظ عليه عند مستوى معين³.

ت- تُساعد في الحماية ضد الأزمات، وكذا في الحد من التعرض للعوامل الخارجية.

ث- تمويل عوائد وتحويلات المستثمرين الاجنبيين، الذين يملكون مشروعات في البلد تنتج للسوق المحلي⁴.

ج- تُساعد في تعزيز الثقة والاستقرار في الأسواق المالية.

¹ International Monetary Fund, **Monetary Policy and Central Banking**, Retrieved January 12, 2024, from: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/monetary-policy-and-central-banking>.

² Tsvetan Mancher, International Foreign Exchange Reserves, Bulgarian National Bank Report, 2009, p24.

³ محمد بوشمال، مختار حميدة، أثر احتياطي النقد الأجنبي على سعر الصرف دينار /دولار في الجزائر، دراسة تحليلية-قياسية خلال الفترة 1990-2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد الحادي عشر، العدد الثاني، الصفحات (359-377)، جامعة الأغواط، الجزائر، جوان 2020م، ص361.

⁴ محمد بوشمال، مختار حميدة، مرجع سابق، ص362.

ح- تُساهم في تمويل الاختلالات الحاصلة في موازين المدفوعات.

خ- كما يتم استخدام الاحتياطيات الأجنبية بغرض تسديد الديون الخارجية والمطلوبات الأجنبية، وكذا تسديد أعباء الديون عند انتهاء فترة تجميد الديون التي تم إعادة جدولتها؛ كما تعد أيضا كأداة للتأمين الذاتي ضد الصدمات غير المتوقعة وحالات الطوارئ¹.

ويمكن الاستعانة بما تم ذكره من قبل الاقتصادي "كينز" من دوافع الطلب على النقود من أجل تلخيص أهم هذه الأهداف من الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات كما يلي²:

- **المعاملات:** أي بمعنى استعداد الدول -بواسطة الاحتياطيات المتراكمة- للإيفاء بالتزاماتها الداخلية وكذا الخارجية، خاصة ما يرتبط باستيراداتها من قبل القطاع الخاص والقطاع العام أولا، وكذلك باقي التزاماتها المالية الدولية، وبما فيها خدمة قروضها ثانيا.

- **الاحتياط:** والمقصود بذلك مواجهة كل الظروف الطارئة أو الصدمات غير المحسوبة، الناتجة عن الأسباب المختلفة كتقلبات إيراداتها العامة، والتي قد تكون من الصادرات أو غيرها من الخدمات المقدمة، ومن ناحية أخرى مواجهة الظروف التي قد تتعلق بالكوارث أو الحروب، وفي جميع الظروف ينبغي أن لا تقل الاحتياطيات الأجنبية لدولة ما، عن ما يكفي لتغطية كل ما تعلق بالاستيرادات والالتزامات الخارجية لمدة تقدر بحدود 06 أشهر؛ وبالتالي ينبغي التأكد من أن احتياطيات النقد الأجنبي كافية، لتلبية طائفة محددة من الأهداف القومية³.

- **المضاربة:** ويقصد بها العمل على استثمار الاحتياطيات الأجنبية، بالصورة التي تحقق أقصى العوائد بأقل المخاطر، أو على الأقل تجنب تاكلها للحفاظ على قيمتها الحقيقية؛ إذن فالمبادئ التي تحكم هذا الدافع هي ذاتها التي تحكم إدارة المحافظ المالية تقريبا، بما فيها مخاطر تقلبات الأسواق السلعية والمالية وأسعار الصرف وأسعار الفائدة، وكذا اعتبارات السيولة، أي أنه يجب السيطرة على مخاطر السيولة، والسوق، والائتمان باتباع أسلوب حكيم⁴.

- **الاستقرار والتنمية:** أي تحقيق سياسات مرغوبة، تكون مرتبطة بالاستقرار الاقتصادي والاجتماعي، على المستويين القصير والطويل الأجل هذا من جهة، ومن جهة أخرى ضمان تنفيذ سياسات التنمية، فعلى سبيل المثال

¹ Muhammad Tahir Khan, **Exchange Rate As a Determinant Of Fluctuation In Foreign Exchange Reserves: Evidence From Economy Of Pakistan**, journal of SAVAP International, Part-II: Social Sciences and Humanities, Vol 4, N° 2, Academic Research International, March 2013, pp 459-460

² Fernando J. Cardim de Carvalho, **The Accumulation of International Reserves as a Defensive Strategy. Reasons and Limitations of Self "Insurance"**, Paper prepared for the volume on Financial Markets Reform, Ocampo for the Oxford University Press, USA , 2009, pp2-4.

³ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، 2001م، مرجع سابق، ص7.

⁴ نفس المرجع، نفس الصفحة.

بإمكان البنك المركزي بما يملكه من الاحتياطات الأجنبية -مُقابل مطلوباته من إصدار العملة وأرباحه من استثماراته الخارجية- أن يجسد سياسته النقدية التي يهدف من خلالها لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ومواجهة التضخم، عن طريق تثبيت أو استقرار أسعار الصرف¹، بالإضافة إلى أنه ينبغي أن تسعى الاحتياطات إلى خلق عائدات معقولة، وهذا على المدى المتوسط إلى الطويل على الأموال المستثمرة، مع أخذ بعين الاعتبار قيود السيولة والمخاطر الأخرى.

المطلب الثاني: تصنيفات احتياطي الصرف الأجنبي

هناك العديد من التصنيفات للاحتياطات الدولية، ويعود ذلك إلى المعيار المعتمد في التصنيف، وسنحاول فيما يلي عرض أهم هذه التصنيفات²:

أولاً- إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي الاسمية

والتي تمثل إجمالي ما تحوز عليه الدولة من أصول العملات الأجنبية، حيازات الذهب، حقوق السحب الخاصة، الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي.

ثانياً- احتياطات الصرف الإسمية الصافية

وتشمل إجمالي احتياطات الصرف الأجنبي الإسمي، مطروحا منها قيمة الديون قصيرة الأجل* بالعملات الأجنبية.

ثالثاً- احتياطات الصرف الأجنبية الحقيقية

عبارة عن إجمالي احتياطات الصرف الأجنبية الإسمية ناقص التضخم في قيمة هذه الاحتياطات، أي بمعنى إزالة تلك التشوهات السعرية، وهذا عن طريق المكشمش عن مؤشر احتياطات الصرف الأجنبية الاسمية، حيث يعبر هذا المؤشر عن القدرة الحقيقية الدولية لهذه الاحتياطات المخزنة.

رابعاً- تصنيف الاحتياطات من ناحية المكونات والاستخدام³

1- احتياطات قابلة للاستثمار: وهي ذلك الجزء الذي يتكون من العملات الصعبة.

¹ محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 16.

² أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها -حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 22-24.

* الديون قصيرة الأجل هي تلك الديون الخارجية والتي يكون أجل استحقاقها سنة واحدة أو أقل.

³ نور الدين عباسية، مرجع سابق، ص 9.

2- احتياطيات لا تعطي دخل: تشمل مركز البلد لدى صندوق النقد الدولي (الشريحة الاحتياطية) وكذا حقوق السحب الخاصة والذهب*.

3- احتياطيات مُخصصة: وهي تلك الاحتياطيات المملوكة تحت تصرف البنك المركزي، والمخصصة للاستخدام في أي فترة¹.

المطلب الثالث: نظريات ومحددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

يوجد العديد من نظريات ومحددات الطلب على الاحتياطي الأجنبي، إذ هناك جملة من العوامل وراء امتلاكها، وأخرى تحدد طلب البنوك المركزية عليها.

أولاً- نظريات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

تجمع أغلب الدراسات محدّدات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في مجموعتين رئيسيتين: عوامل تجارية وأخرى احترازية²، ومنها تتفرع إلى عدة نظريات، نذكرها كما يلي:

1- النظرية التجارية في الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي: من وجهة نظر هذه النظرية أن العامل وراء امتلاك احتياطيات الصرف هو الدفاع عن تنافسية الصادرات³.

وقد قدم هذا التفسير سنة 2003م من قبل LAUDAU AND GERBER ;DOOLEY ;FOLKERTS ، حيث فسر هذا الرأي امتلاك احتياطي الصرف الأجنبي كمنتج ثانوي بغية تشجيع الصادرات، والتي تعد ضرورية من أجل توفير فرص عمل، واستغلال اليد العاملة المتاحة، خاصة في القطاع الفلاحي⁴، وبناءً على هذه النظرية فإن امتلاك الاحتياطيات تكون بهدف الدفاع عن القدرة التنافسية للصادرات، التي تعد كأحد اجزاء استراتيجية التنمية،

* هناك من يرى بأن هذا العنصر من الاحتياطيات يدر دخلاً، بحيث أن هناك أسعار الفائدة على حقوق السحب الخاصة من جهة، وهناك أسواق وبورصات خاصة بالذهب من جهة أخرى.

¹ Remigio Echeverría, Currency Unions Technical Expert Group (CUTEG), **DEFINITION AND ALLOCATION OF RESERVE ASSETS IN A CURRENCY UNION**, IMF Committee on Balance Of Payments Statistics, May 2004, p3.

² أمير صفية، مرجع سابق، ص53.

³ Delatte-Anne Laure And Folquan Julien, **The Determinants Of International Reserves In Emerging Countries: A Non Linear Approach**, MPRA Paper N°16311, 2009, p02.

⁴ Joshua Aizenman and Jaewoo Lee, **International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**, Open Economic Review, 2006, p02.

وبالتالي فإن الطلب على الاحتياطيات يرتفع بارتفاع نمو الصادرات، أي أن امتلاك هذه الاحتياطيات تعتبر كنتاج مباشر لاستراتيجية نمو الصادرات¹.

2- **نظرية التأمين الذاتي:** ترجع هذه النظرية إلى "HILLER" عام 1966م²، حيث يرى احتياطي الصرف الأجنبي كوقائي يعكس الرغبة في التأمين الذاتي ضد الصدمات الخارجية التي يمكن أن تؤدي إلى أزمات مالية واقتصادية، ويوجد وقائع عديدة تؤدي إلى هذه الصدمات الخارجية، مثل تغير عوائد الصادرات، وبالأخص في البلد الذي يتركز أو يعتمد على سلعة واحدة أو على عدد محدود من السلع³.

ويمكن القول؛ إن تكاليف تراكم الاحتياطيات لأغراض التأمين الذاتي قد تجاهلت تأثير انخفاض الفروق الناتج عن ذلك، على تكاليف خدمة رصيد الديون السيادية، وهو ما قد يؤدي إلى خفض التكلفة الحدية للاحتفاظ بالاحتياطيات بشكل كبير.

أ- **احتياطي الصرف كتأمين ضد صدمات الصادرات:** إن الدول النامية تعتمد بشكل كبير في صادراتها على سلعة واحدة أو سلعتين، لذا فإن هذه الدول بحاجة لتكوين أكبر حجم من الاحتياطيات مقارنة بالدول المتقدمة.

ب- **التحوط للتأمين ضد عدم استقرار الواردات:** إن الاحتياطيات هي المصدر الرئيسي لتأمين الواردات، بسبب الصعوبات التي تواجه الدول في الحصول على السيولة من مصادر أخرى، والبلدان القادرة على ممارسة الضغط على وارداتها، يمكنها معالجة العجز، وبالتالي يكون طلبها على الاحتياطي أقل من البلدان غير القادرة على ممارسة الضغط على وارداتها.

ت- **التأمين ضد تقلبات حساب رأس المال:** إن زيادة تدفقات رؤوس الأموال تؤدي إلى ارتفاع تراكم احتياطيات الصرف، كما أن تحرير حساب رأس المال يجعلها أكثر عرضة للصدمات الخارجية التي قد تؤدي إلى حصول أزمات مالية⁴.

¹ Petar Wjanovic, **Understanding The Recent Surge In The Accumulation Of International Reserves**, OECD, Economics Department, Working Paper N°866, 2011, P : 05

² Jaewoo Lee, **Insurance Value Of International Reserves; An Option Pricing Approach**, IMF Working Paper, Wp 04/175, 2004, p 03.

³ Mulder, Christian, 2000, **The Adequacy Of International Reserve Level: A New Approach, In Risk Management For Central Bankers**, Ed. By S.F. Frowen, Robert Pringle, And Benedict Weller (London: Central Banking Publications), February 14, 2011, p04.

⁴ محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمان يسري، "التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999م، ص 311.

3- نظرية تكلفة الفرصة البديلة: تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات؛ ينتج عن تكوين حجم مهم من احتياطيات الصرف الأجنبية العديد من الفوائد على اقتصاد الدولة، إلا أنه لا يخلو من كلفة تتحملها الدولة، وهذا نتيجة امتلاك هذه الاحتياطيات، تسمى بتكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات¹.

- قام الاقتصادي "IYOH" بإدخال سعر الفائدة على حيازة احتياطيات الصرف الأجنبي، ووضع فرضاً أن العلاقة بين سعر الفائدة والاحتياطيات علاقة طردية؛ أي كلما ارتفع سعر الفائدة على حيازة احتياطي الصرف الأجنبي، كلما ارتفع المستوى الأمثل للاحتياطيات، واعتبر أن سعر الفائدة هو مقلوب تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات، كما اعتبر أن سعر الخصم الذي يحدده البنك المركزي في كل بلد، مقياساً لسعر الفائدة على احتياطي الصرف الأجنبي².

- انتقد الاقتصادي "YOICHI SHINKA" سعر الفائدة الذي استخدمه "IYOH"، واقترح أن سعر الفائدة الواجب استخدامه، يجب أن يكون متغيراً مثل: سعر الفائدة على الدولار، سعر الفائدة الخاص بكل بلد، بحيث الفارق يقيس مقلوب تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات³.

يمكن القول؛ إن التكلفة الفعلية للاحتياطيات ينبغي قياسها كمجموع تأثيرات التقييم الناجمة عن تغيرات أسعار الصرف، والفرق في سعر صرف العملة المحلية إلى الأجنبية (القيمة الفعلية للاحتياطيات).

ثانياً- محددات الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي

إن العلاقة القائمة على تحديد منفعة الموجودات، تعكس كفاءة توظيف واستغلال الاحتياطيات الأجنبية، لغرض توليد الإيرادات؛ فكلما زادت منفعة الموجودات، انعكست على الأداء المالي للدولة، وأمام تنوع الخيارات الاستراتيجية، التي تنتهجها البنوك المركزية طبقاً لإمكانياتها، وطبيعة أهدافها، وخصائص وظروف المنافسة، سواء كانت على المستوى الكلي للدول، أو على مستوى الجزئي الداخلي⁴، ونعتبر الاحتياطيات الدولية كمتغير تابع، ومحدداته هي:

1- **الصادرات:** تعد حصيلة الصادرات مصدراً أساسياً، حيث تقوم الدولة من خلاله بعملية تراكم الاحتياطيات، ليأتي هنا دور التجارة الخارجية للبلد، كما يمكن اعتبار الاحتياطيات المتراكمة من الصادرات على أنها احتياطيات

¹ أمير صفية، مرجع سابق، ص 55.

² Iyoha, **Demand For International Reserves In Less Developed Countries**, Review Of Economics And Statistics, USA, 1976, p351.

³ Yoichi Chinka, **Demand For International Reserves, In LDC**, Review Of Economics And Statistics, Vol 11, N° 4, 1979.

⁴ نور الدين عباس، مرجع سابق، ص 11.

ادخار، ومنه فإن ارتفاع الصادرات يقضي إلى ارتفاع الاحتياطيات، والعكس فإن تراكم الاحتياطيات يلف من أثر تقلبات التجارة الدولية، ويؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي، خاصة عند مستوى مرتفع من التطور المالي، فتراكم الاحتياطي على المدى الطويل يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فتزداد القدرة التنافسية للدولة، وتزداد الصادرات فيزداد النمو¹، وإذا بحثنا في أحوال التقلبات التي تطرأ على إجمالي حصيللة الصادرات للدول النامية، فإن العامل الأساسي هو درجة التركيز السلعي، وارتفاع درجة عدم استقرار حصيللة الصادرات.

2- الواردات: تؤثر الواردات سلباً على حجم الاحتياطيات، ويسمى هذا التأثير للواردات على الاحتياطيات "احتياطيات المبادلات"²، ويعتبر ارتفاع الميل المتوسط للواردات كمؤشراً لدرجة التبعية الاقتصادية للخارج، مما يؤدي بدوره إلى زيادة تسرب جزء من الدخل الوطني إلى الخارج، وبالتالي تناقص احتياطيات الصرف للبلد، وبذلك لا يستطيع الوفاء بالتزاماته اتجاه العالم الخارجي³.

3- حجم الاستثمارات الخارجية والأجنبية: تتأثر الاحتياطيات بالحالة التي تكون عليها استثمارات البلد بالخارج، وبالجم الذي تكون عليه الاستثمارات الأجنبية بشقيها المتواجدة في البلد، ذلك أن ما يترتب على هذه الاستثمارات من تيارات دخول وخروج رؤوس الأموال وعوائدها، يؤثر على ميزان المدفوعات، مما يؤثر بدوره على طلب البلد على احتياطي الصرف الأجنبي⁴.

4- قدرة الدولة على الاقتراض الخارجي: وقد لا تبالي السلطات النقدية كثيراً بتكوين احتياطيات دولية عند مستويات آمنة، إذا كانت تملك القدرة على الاقتراض من العالم الخارجي، والعكس يحدث تماماً، بحيث ترتفع حاجة

¹ Polterovich, Victor, Popov, Vladimir, **Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth**, New Economic School, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2003, p 22, Available at the link: <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/20069/>, Date of access: October 15, 2023.

² حمدي أحمد علي الهنداوي، محمد أحمد مطر، أثر إبراهيم اسماعيل، قياس أثر محددات الطلب على الاحتياطيات الأجنبية على الاستقرار النقدي في العراق، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد السادس والأربعون، العدد الثالث، الصفحات 101-150، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر، جويلية 2022م، ص 111.

³ إبراهيم لخضاري، عماد عزازي، دراسة تحليلية لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد الخامس، العدد الثاني، الصفحات 137-154، جامعة عمر ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2021م، ص 143.

⁴ عطا الله بن مسعود، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر دراسة قياسية باستخدام التكامل المتزامن، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية-دراسات اقتصادية، المجلد الرابع والعشرون، العدد الأول، الصفحات 160-177، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، جانفي 2017م، ص 177.

السلطات النقدية إلى تكوين احتياطيات دولية، عندما لا تملك الدولة هذه القدرة على الاقتراض الخارجي، وتتوقف هذه الإمكانيات على ظروف الائتمان الدولي وشروطه، وعلى درجة الثقة الائتمانية في الدولة المعنية¹.

5- نسبة الاحتياطيات الدولية لمواجهة مخاطر المستقبل: تلجأ الدولة إلى تكوين الاحتياطيات الدولية، حتى تواجه العجز المحتمل في ميزان المدفوعات في المستقبل، ومن هنا فإن القدرة على التنبؤ باحتمالات حدوث هذا العجز، ومدى استعداد البلد لمواجهة، يؤثران في حجم طلب الدولة على الاحتياطيات، ومن هنا يمكن تحديد تكلفة الاحتفاظ بالسيولة الدولية².

المبحث الثاني: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي ومؤشرات كفايته.

تتكون محفظة الاحتياطي أساساً من الذهب النقدي، والعملات الأجنبية لدى البنك المركزي، وحقوق السحب الخاصة، وشريحة احتياط الدولة لدى صندوق النقد الدولي، وتعتبر كفاية احتياطي الصرف الأجنبي أمراً حيوياً للاقتصاد، تتخذها الدولة كصمام أمان لمواجهة الأزمات، ولاستخلاص الكفاية المناسبة للاحتياطي، تم وضع مجموعة من المؤشرات لتحديد.

المطلب الأول: مكونات احتياطي الصرف الأجنبي

أولاً- الذهب النقدي.

حيث أن الذهب هو ذلك المعدن النفيس والذي يعتبر من الأصول التي أصبحت بمثابة عناصر أساسية ضمن اقتصاد الدول، والأفراد والشعوب، حيث يُنظر إليه على أنه ملاذ آمن إذ هو الثروة المضمونة في حالة الطوارئ، وكذا في حالة سيادة عدم التأكد، سواء على مستوى الأفراد أو الاقتصاديات، فضلاً على أنه يعد الاستثمار الأمثل بالنسبة لأي مستثمر يرغب في تنويع محفظته الاستثمارية وتوزيع مخاطره الاستثمارية³.

¹ بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2009م، ص46.

² كمال بوشريط، مرجع سابق، ص42.

³ إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية، الشعبة الإحصائية، دراسات في الطرق، إحصاءات التجارة الدولية للبضائع، المفاهيم والتعاريف، السلسلة ميم، العدد 52، التنقيح 2، الأمم المتحدة، نيويورك، 2000م، ص12، موقع الاسكوا "الأمم المتحدة"، الذهب النقدي، متاح على الموقع: <https://archive.unescwa.org>، تاريخ الاسترداد: 2023-11-27.

1- تعريف احتياطي الذهب النقدي: يُعرف الذهب النقدي* على أنه: الذهب الذي تحوز عليه السلطات النقدية، ويخضع لسيطرتها، ويعد معلما من احتياطاتها الأجنبية وأصلا من أصولها، ويعامل جميع الذهب المحتفظ به من قبل المؤسسات المالية، باستثناء البنك المركزي باعتباره سلطة أو مخزون أو سلعة ثمينة¹.

2- دواعي الاحتفاظ بالذهب النقدي: يعود احتفاظ هذه البنوك بالذهب إلى عدة اعتبارات من أهمها ما يلي:

أ- التنوع في الاحتياطيات: حيث أن سعر الذهب يخضع لقانون العرض والطلب، في حين يعتمد تحديد أسعار العملات الأجنبية والأصول الأخرى، التي تتكون منها الاحتياطيات على تصريحات محافظي البنوك المركزية وأصحاب القرارات السياسية والاقتصادية، ولهذا فإن أسعار الذهب تتحدد بكيفية مختلفة تماماً عن أسعار لا تخضع لمؤشرات أخرى، فإدارة احتياطي الذهب العملات التي تتأثر بأسعار الصرف فيما بينها وهذا لا يعني تتطلب معرفة ما يسمى بمؤشر الذهب مقابل النفط².

ب- الأمن الاقتصادي: ويرجع ذلك إلى أن الذهب في العادة في منأى عن التضخم، إذ أنه يحتفظ بقوته الشرائية في المدى الطويل، أما العملة عكس ذلك فعادة ما تفقد قوتها الشرائية³.

ت- الأمن المادي: قد تعمل بعض الجهات على تجميد الأصول الاحتياطية، والتي تم التعاقد عليها في صورة أوراق مالية مثلاً، وفي الكثير من الأحيان ما تتخذ إجراءات وتدابير من هذا القبيل، خصوصاً بعد 11 سبتمبر 2001م، بحجة تجميد الحسابات التابعة للمجموعات الإرهابية، ومن هنا يبرز دور الذهب حيث أنه يشكل أمناً مادياً مقارنة بباقي الأصول⁴.

* إنَّ الذهب الموجود خارج المصارف المركزية والذي تزداد كميته بازدياد الإنتاج ولا تخضع أسعاره لأي ضابط بل وفقاً لقواعد السوق ويسمى الذهب الغير النقدي أو الذهب الصناعي أو الذهب التجاري، والذي لا يعد ضمن احتياطيات الذهب النقدي.

¹ دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993م.

² أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 33.

³ Martin Feldstein, **Is Gold a Good Hedge? Project Syndicate**, Available at the link:

<https://www.project-syndicate.org/commentary/is-gold-a-good-hedge-2009-12?barrier=accesspaylog>, Date of access: November 30, 2023.

⁴ Oleg Tkachenko, **Gold trading in 2023: how to choose the best strategy for beginners?**, Lite Finance, Available at the link: <https://www.litefinance.org/blog/for-investors/gold-trading/>, Date of access: November 30, 2023.

ث- **التأمين:** حيث يعتبر الذهب خياراً ضد المستقبل المجهول، خاصة في عالم أصبح يشهد الكثير من الأزمات والحروب، فضلاً عن فرض العقوبات الاقتصادية على الدول، كما يمكن استخدامه كضمان للاقتراض (عملية الرهن)¹.

ج- **الثقة:** خاصة عندما يتم استخدامه بنسب وافرة كأحد مقابلات الكتلة النقدية - نسبة الذهب في ميزانية البنوك المركزية - مما يدعم الثقة في العملة.

ح- **مصدر الدخل:** هناك من ينظر إلى الذهب بأنه من الأصول التي لا تدر دخلاً، وهذه وجهة نظر غير صائبة، إذ ثمة سوق وبورصة لهذا المعدن النفيس، كما يوجد أيضاً الإقراض بالذهب؛ مما يسهم في توليد الأرباح مع تحمل القليل من المخاطرة².

ثانياً- هيكل العملات المكونة لاحتياطي الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية.

يتضمن هيكل العملات الأجنبية لاحتياطيات الصرف الأجنبية بالبنوك المركزية العملات الارتكازية؛ وأهم هذه العملات في العالم بالترتيب الحالي هي: الدولار الأمريكي، والأورو، والجنيه الإسترليني، فضلاً عن الين الياباني واليوان الصيني، أما العملات الاحتياطيات غير التقليدية، هي الدولار الكندي والدولار الأسترالي.

1- العملات الارتكازية:

أ- **تعريف العملات الارتكازية:** يُقصد بالعملات الارتكازية* "العملات القوية القابلة للتحويل وشائعة الاستعمال في تسوية المدفوعات الدوليّة، كما أنها تتميز بالقبول العام في الوفاء بالتزامات خارج حدود دولتها، كما أن وظائفها في المجال الدولي هي نفس الوظائف التي يتعين عليها القيام بها في اقتصادها المحلي"³.

ب- **أهم العملات الارتكازية في العالم:** يعد الدولار الأمريكي المحور الرئيسي للنظام النقدي الدولي، كما أنه نقطة الارتكاز في نظام استقرار أسعار الصرف، إلى جانب عملات ارتكازية أخرى.

- **الدولار الأمريكي:** هو العملة الرسمية للولايات المتحدة الأمريكية، ويُساوي مئة سنت (السنت عملة نمساوية قديمة من الفضة)، وقد اعتمد الدولار كعملة رسمية للولايات المتحدة سنة 1875م، ومدلول الترميز \$ هو أن الحرف "S"

¹ International Monetary Fund, **Gold and the IMF**, Available at the link:

<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2022/Gold-in-the-IMF>, Date of access: November 30, 2023.

² محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 18.

* وتجدر الإشارة إلى أنه يجب التفريق بين العملات الأجنبية والعملات الارتكازية، فالأولى تُعرف بأنها موجودات هذه الدولة من عملات الدول الأخرى، أما العملات الارتكازية؛ فهي ذلك الرمز لعملة وطنية تتمتع بالقبول العام خارج حدود دولتها، والتي تُقيم بها الالتزامات المالية الدولية.

³ رمزي زكي، مرجع سابق، ص 253.

يرمز للكلمة "STATE"، أما الخطان العموديان يرمزان للكلمة "UNITED"، وقد تمّ التطرق إلى تفسير الرمز \$، نظراً لأنّه لم يعتمد حرف "D" كرمز للدولار، مثل باقي العُملة الأخرى، التي عادة ما تعتمد أول حرف كرمز لها.¹

- **الأورو الأوروبي:** يمثل الأورو "EURO" اسم العُملة الأوروبية الموحدة، ففي اجتماع مدريد 1995م تمّ الاتفاق على هذه التسمية، وهذا بعد خلافات كبيرة بين ألمانيا وفرنسا حول التسمية الرسمية، ليتدخل بعد ذلك المجلس الأوروبي ويحسم الأمر لصالح التسمية الحالية، وشعارها €؛ حيث يُمثل الحرف الأول "E" الحرف الأول من التسمية، يخترقه خطان أفقيان يرمزان للاستقرار. وقد تمّ تقديمه في بداية عام 1995م، وفي سنة 2002م تم التداول الرسمي له، حيث كان الهدف من هذه الفترة هو تحقيق وخلق العادة والاعتقاد على المعاملات بالأورو.²

- **الين الياباني:** وهو عُملة دولة اليابان ورمزه ¥ تمّ إدخاله بطابعه القانوني فيها سنة 1870م، ومُقارنة بالدولار والأورو وباقي العملات العالمية فإن قيمة الين منخفضة نسبياً، وهذا ما يُحسن من ترتيب اليابان اقتصادياً، ويجعل منافستها داخل السوق العالمية مُمكنة، وبكلفة غير باهظة، وقد استغلت اليابان هذا التراجع من أجل تشجيع صادراتها.³

- **اليوان الصيني:** هو العملة الرسمية المستخدمة في الصين، وتصنف في المرتبة الرابعة على مستوى العالم في التعاملات الدولية، ونجحت الصين من أن تجعل من اليوان كواحدة من العملات الدولية القابلة لتكون أحد مكونات احتياطي الصرف الأجنبي للدول⁴، حيث اتُّخذ قرار المجلس التنفيذي بإضافة اليوان الصيني اعتباراً من 1 أكتوبر 2016م في سياق مراجعة أسلوب تقييم حقوق السحب الخاصة التي تتم كل خمس سنوات.⁵

- **الجنه الإسترليني:** هو العُملة التي يتم تداولها في المملكة المتحدة والمناطق التابعة لها، وتنقسم إلى 100 بنس، وهي تختلف عن عملة الجنيه القديم، والتي كانت تستخدم جنباً إلى جنب مع الباوند منذ قرون، ويعد الجنيه الإسترليني

¹ أحمد هني، العُملة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2006م، ص8.

² مُجد أحمد الخضيري، اليورو الإطار الشامل والكامل للعُملة الأوروبية الوحيدة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، مصر، 2002م، ص29.

³ Salah AYADI, Amal BEDA SADANI, **Quantitative Easing Policy And Its Impact On The Direction Of Capital Movement (record Study Of The Exchange Rate Of The Japanese Yen Against The Us Dollar For The Period 2008-2019)**, Knowledge of Aggregates Magazine, Vol 07, N°01, Pages (33-51), University Centre of Tindouf, Algeria, 2021, p33.

⁴ موقع الجزيرة، دول عدة تعتمد على اليوان الصيني في معاملاتها بدل الدولار، 23 جويلية 2023م، متاح على الموقع:

<https://www.aljazeera.net>، تاريخ الاسترداد: 11 جانفي 2024م.

⁵ صندوق النقد الدولي، الصندوق يضيف اليوان الصيني إلى سلة عملات حقوق السحب الخاصة، 30 سبتمبر 2016م، متاح على الرابط: <https://www.imf.org/ar/News/Articles/2016/09/29/AM16-NA093016IMF-Adds-Chinese-Renminbi-to-Special-Drawing-Rights-Basket>، تاريخ الاسترداد: 11 جانفي 2024م.

العملة المفضلة جنباً إلى جنب مع الدولار الأمريكي قبل بداية التعامل بالأورو، غير أنه شهد هبوطاً بعد خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي¹.

2- العملات الاحتياطية غير التقليدية: ويقصد بها تلك العملات المحتفظ بها من قبل البنك المركزي، ضمن احتياطياته من الصرف الأجنبي، من غير العملات الاحتياطية الأساسية²، وتمثل في عملات الدول المتقدمة وتشمل: الدولار الأسترالي، الدولار النيوزلندي، الدولار الكندي، الكرونة النرويجية وعملات اقتصاديات ناشئة³. كخلاصة؛ تعد عملات الاحتياطي أنها عملات وطنية، تحظى بقبول عام، في تسوية المدفوعات خارج حدود دولتها، وتعتبر كوسيلة للتبادل وكمخزن للقيمة وكمقياس لها، وقد وضع "اسكامل" أربعة شروط لهذه العملة حتى تستوفي دور الاحتياطي الدولي، وحتى تؤدي دور النقد العالمي.

ثالثاً- حقوق السحب الخاصة.

تم إنشاء حقوق السحب الخاصة في الأصل، لحل خلل معروف في هيكل النظام النقدي لبريتون وودز بعد الحرب، ولكن الاختيار النهائي لبريتون وودز، والتطور اللاحق للنظام الحالي، الذي يتمحور حول الدولار، قد أدى إلى إحالة حقوق السحب الخاصة في الغالب إلى دور ثانوي في الخدمة.

1- تعريف حقوق السحب الخاصة: هي ما استحدثه الصندوق في عام 1969م كأصل احتياطي دولي، ليصير مكماً للأصول الرسمية الخاصة بالدول الأعضاء، وذلك عندما كان الدولار الأمريكي هو الأصل الاحتياطي الدولي الرائد، وكانت أسعار صرف العملات مرتبطة بسعر الذهب، كما كان الصندوق يُعرّف حق السحب الخاص بأنه يعادل قدرًا ضئيلاً من الذهب الخالص، وهو ما يعادل دولاراً أمريكياً واحداً؛ ونتيجة لانهاء العمل بنظام سعر الصرف الثابت في 1973م، فقد قام الصندوق بإعادة تعريف حق السحب الخاص بأنه ما يعادل قيمة سلة من

¹ أنفال حدة خبيزة، فاطمة رحال، خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي؛ ما أثر ذلك على أهم المؤشرات الاقتصادية البريطانية؟ مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد السادس، العدد الحادي عشرة، الصفحات (64-77)، المركز الجامعي بالبيضاء، الجزائر، ديسمبر 2020م، ص73.

² بن علي بلعزوز، عبد القادر بوكريدي، العوامل المساهمة في تفضيل البنوك المركزية للعملات الاحتياطية غير التقليدية- دراسة حالة الدولار الكندي، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 14، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، جوان 2015م، ص28.

³ ويليام ميدلوكوب، الاختيار الكبير حروب الذهب ونهاية النظام المالي العالمي، ترجمة ابتسام محمد الخضراء، العبيكان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، السعودية، 2016م، ص2.

العملات العالمية، كما أن حق السحب الخاص في حد ذاته ليس عملة، بل هو أصل يمكن مالمكه مبادلتته بعملة عند الحاجة¹.

وتحدد قيمة هذا الأصل يوميا، على أساس أسعار الصرف السائدة في السوق، اعتماداً على سلة من خمس عملات دول أساسية، الدولار الأمريكي، اليورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، واليوان الصيني، هذا الأخير انضم إلى السلة في أكتوبر 2016م، ويُمكن مبادلة الوحدة الواحدة من السلة بأي من العملات القابلة للتداول الحر، وهي قروض دفترية يقوم بإنشائها صندوق النقد الدولي، ويستعملها من أجل مساعدة أعضائه بشكل اختياري، اذن فهي عملة غير معدنية أو ورقية، وإنما هي وحدة حسابية².

2- طريقة استخدام حقوق السحب الخاصة والتزامات مستخدميها: في كثير من الأحيان ما تحتاج الدول الأعضاء إلى شراء حقوق السحب الخاصة، من أجل استعمالها في سداد التزاماتها اتجاه الصندوق، أو تملك الرغبة في بيعها لتعديل عناصر احتياطاتها، حيث يقوم الصندوق بدور الوساطة بين الأعضاء والحائزين المعتمدين من أجل التأكد من إمكانية القيام بمبادلة حقوق السحب الخاصة بالعملات القابلة للتداول الحر³، فمثلاً عندما تقرر دولة ما استخدام مخصصاتها من حقوق السحب الخاصة، فيجب في المقابل من أن يقبل بلد آخر بتلقيها، وهنا يأتي دور صندوق النقد الدولي ليعمل على تحديد هذا البلد الآخر؛ فهو يضمن من خلال تدخله هذا لكل بلد أن يستعمل مخصصاته من حقوق السحب الخاصة إذا احتاج إلى ذلك⁴.

رابعا- شريحة احتياط الدولة لدى صندوق النقد الدولي.

يمكن تعريف شريحة الاحتياط على أنها: قيام البلد العضو بشراء عملة من صندوق النقد الدولي، دون أن يزيد ذلك في حوزة الصندوق من عملة البلد العضو، إلى ما يُجاوز مستوى حصته في الصندوق، كما أن الاكتتاب في الشريحة الاحتياطية يتم بعمولات مقبولة من الصندوق، وقد يتم أيضاً بحقوق السحب الخاصة، في حدود الشريحة الذهبية "TRANCHE GOLD"، وهي الاقتراض الأول للعضو، وباستطاعة هذا العضو أن يطمئن إلى إجابة طلبه،

¹ International Monetary Fund, **Special Drawing Rights (SDR)**, retrieved January 19, 2024, from: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/special-drawing-rights-sdr>.

² John Williamson, **Understanding Special Drawing Rights (SDRs)**, PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS, Washington, USA, 09-11 June 2009, retrieved January 13, 2024, from: <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/understanding-special-drawing-rights-sdrs>.

³ باولا سوباتشي وجون دريفل، ما بعد الدولار: إعادة التفكير في النظام النقدي الدولي، مجلة دراسات عالمية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، العدد الرابع والتسعون، أبو ظبي، الإمارات، 2010م، ص 79-82.

⁴ محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 41.

وتُستخدم هذه الأصول المذكورة من أجل الوفاء بالالتزامات المالية، كالديون، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو تلبية الحاجة لتمويل ميزان المدفوعات، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة¹.

المطلب الثاني: مؤشرات كفاية احتياطي الصرف الأجنبي

يمكن الحكم على كفاية الاحتياطيات على أساس جملة من المعايير التي تم تقويمها من خلال التجربة الجماعية للدول في الأزمات السابقة، أو على غرار تحليل التكلفة والعائد²، وفيما يلي أهم المؤشرات:

أولاً- مؤشر الإيرادات.

قدّم "تريفن" TRIFFIN في عام 1947م اقتراحاً لنسبة الاحتياطيات إلى الإيرادات (R/IM)، لتمثل هذه النسبة كفاية الاحتياطي، وبما أن الإيرادات تعتبر أهم متغير في بنود ميزان المدفوعات، وكذا ارتباطها الوثيق بالإنتاج الجاري، والنمو الاقتصادي، ومستوى الاستهلاك المحلي، فإن هذه النسبة أو المقياس يعدّ من أهم المؤشرات التقليدية، من أجل معرفة مدى كفاية الاحتياطي في العملة الأجنبية³.

تتضمن نسبة الاحتياطيات إلى الإيرادات تفسيراً مباشراً؛ يتمثل في عدد الأشهر التي يمكن للبلد فيها الاستمرار في دعم مستواه الحالي من الإيرادات، وذلك إذا ما توقفت جميع التدفقات الداخلة الأخرى؛ يستعمل هذا المؤشر، في العمل على تقدير احتياجات الاحتياطي للدول، التي تعرف محدودية فرص الوصول إلى أسواق رأس المال، فضلاً عن مشاكل القياس القليلة نسبياً، التي تعاني منها بيانات الإيرادات عموماً، يطبق هذا المؤشر على الدول التي تنشأ فيها الصدمات من الحساب الجاري، أما في الاقتصادات المفتوحة التي تملك حساباً رأسمالي كبير، قد لا يكون قياس غطاء الإيرادات مناسباً له، إن استعمال هذا المؤشر، يؤدي إلى تناسب الطلب على الاحتياطيات، مع قيمة الإيرادات، أي إن الطلب على الاحتياطيات يرتفع، بارتفاع قيمة هذه الإيرادات، كما أن الاحتفاظ بهذه الاحتياطيات في ظل هذا المؤشر، هو بدافع المعاملات⁴.

¹ مصطفى العبد الله الكفري، احتياطيات الدول من النقد الأجنبي، متاح على الرابط: <https://almustshar.sy/archives/8973>، تاريخ الاسترداد: 27 نوفمبر 2023م.

² European Central Bank (ECB), "Economic and Monetary Developments: The external environment of the euro area" Monthly Bulletin, June 2012.

³ بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، الصفحات (45-75)، جامعة حسينة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2009م، ص48.

⁴ Reddy Y.V, India's foreign exchange reserves - policy, status and issues, Bank for International Settlements (BIS), New Delhi, May 10,2002, p7.

ويقوم البلد أحيانا برفع احتياطياته إذا رفع حجم وارداته، ومن ثم تؤثر الواردات على الاحتياطيات بالاجاب، ويدعى هذا التأثير الإيجابي للواردات على الاحتياطيات "باحتيطات الأمان"، لهذا نجد في الغالب أن الدول تعلن عن غطاء تغطية الواردات لمدة زمنية اعتمادا على ما تحوز عليه من احتياطيات الصرف الأجنبي، وإذا أعقب الواردات الأثران معا، فإن الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات تكون محصلة الأثر الأكبر. و نأ يمكن أن نسجل حالتين¹:

الحالة الأولى: إذا كان أثر المبادلات للواردات على الاحتياطيات أكبر من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات فإن نتيجة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون بالسالب.

الحالة الثانية: إذا كان أثر المبادلات على الاحتياطيات اقل من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فإن نتيجة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون بالموجب.

ثانيا- استخدام نسبة الاحتياطيات إلى عجز ميزان المدفوعات

لا يكمن الدافع لتكوين هذه الاحتياطيات في ضمان تدفق الواردات، وإنما الاحتياط لمجابهة احتمالات العجز الطارئ في موازين المدفوعات؛ التي قد تنتج إما بسبب تدهور قيمة الصادرات و/أو ارتفاع أسعار الواردات، أو تدهور شروط التبادل التجاري، أو لأي سبب آخر، والاحتياطيات هنا يمكن ان تعتبر كرصيد لمواجهة العجز "Buffer Stock"، وكذا لتجنب ما قد تضطر إليه الدولة من سياسات لا ترغب بها، ولا ينبع من تأمين المعاملات، وإنما من باب الاحتياط أو التحوط².

فعلى سبيل المثال إذا أخذنا متوسط عجز الحساب الجاري، بميزان المدفوعات في فترة سابقة معقولة، (تقدر بخمسة أو عشرة سنوات)، فاذا كان متوسط هذا العجز يساوي (س) من الدولارات، فإنه ينبغي أن يكون حجم الاحتياطيات مساويا لهذا المقدار.

¹ Angelika LAGERBLUM, Guy LEVY-RUEFF, **La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés**, Bulletin de la Banque de France, N°148, Avril 2006, Disponible sur le lien: <https://core.ac.uk/reader/6389717>, date d'accès: 14 janvier 2024.

² بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سابق، ص49.

ثالثا- محاولة هيلر¹

اقترح "Robert H. Heller" سنة 1966م، مقياسا حاول من خلاله تحديد نسبة المستوى المتحقق فعلا من الاحتياطيات إلى المستوى الأمثل في سنة معينة، وتتمثل معادلة المستوى الأمثل للاحتياطيات كما صاغها "Heller" كما يلي:

$$R_{opt} = h \frac{\log(r.m)}{\log 0,5}$$

حيث:

R_{opt} : المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية.

h : التغير الذي يحدث في مستوى الاحتياطيات الدولية.

m : الميل الحدي للاستيراد.

r : تكلفة الفرصة البديلة.

0,5: احتمال حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

هذه الصيغة تعني أن الزيادة التي تحدث في m أو r ، ستؤدي إلى خفض المستوى الأمثل للاحتياطيات الدولية، بينما الزيادة في h ، تؤدي إلى زيادة هذا المستوى. إذا كانت:

$1 = R_{opt}$ ؛ فان الدولة تكون قد حققت المستوى الأمثل (Optimal)

$1 > R_{opt}$ ؛ فهناك عجز (Deficit)

$1 < R_{opt}$ ؛ فهناك إفراط في الاحتياطيات (Excess Reserves)

رابعا- محاولة أجاروال

قام الاقتصادي "J.P. Agarwal" عام 1971م بإجراء دراسة مهمة، حاول من خلالها تحديد مقياس لتقدير المستوى أو الحجم الأمثل للاحتياطيات الدولية، وذلك في سبعة دول نامية في آسيا من خلال انشاء نموذج يعكس الفروق الهيكلية والمؤسسية، القائمة بين مجموعة الدول النامية المعنية بالدراسة، ومجموعة الدول الصناعية المتقدمة.

¹ بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سابق، ص50.

ولتحديد المستوى الأمثل للاحتياطيات يضع "أجاروال" شأنه في ذلك شأن "هيللر"، أن توجد ثلاثة عوامل جوهرية، لابد من أخذها بعين الاعتبار، تتمثل في¹:

- 1- تكلفة الفرص البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات.
- 2- التكاليف التي سيتحملها الاقتصاد الوطني، في حالة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات، وعدم وجود احتياطات لمواجهة هذا العجز، عندها فإنه سيضطر لتنفيذ سياسات المواءمة.
- 3- احتمالات استخدام هذه الاحتياطيات.

وحسب "أجاروال" أن الدول النامية تخرن أو تحتفظ بالاحتياطيات الدولية؛ لكي تتمكن من تمويل العجز المتوقع والطارئ في موازين المدفوعات، والذي يمكن أن ينتج جراء النقص غير المتوقع في حصيللة الصادرات، أو الارتفاع الطارئ في أسعار الواردات.

كما يرى "أجاروال" أن الحجم أو المستوى الأمثل؛ هو ذلك المستوى الذي يتم فيه تعادل كل من التكلفة مع المنفعة لا أكثر ولا أقل، ولقد وضع معادلة المستوى الأمثل للاحتياطيات على الشكل التالي:

$$R_{opt} = \frac{m}{q_1} = R_{opt} \frac{(\pi) R_{opt} / D}{q^2}$$

$$\text{أو } R_{opt} = \frac{D}{\log \pi} (\log m + \log q^2 - \log p)$$

حيث أن:

Π : احتمالات حدوث العجز في ميزان المدفوعات.

p: درجة احتمال استخدام الاحتياطيات لتمويل العجز في ميزان المدفوعات خلال الفترة محل الاعتبار.

q^2 : نسبة السلع الاستثمارية المستوردة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

D: العجز في ميزان المدفوعات.

m: مقلوب معامل رأس المال.

q_1 : نسبة المكون الاستيرادي في الاستيراد المحلي.

¹ J.P. Agarwal, J.P, **Optimal Monetary Reserves for Developing Countries**, in Weltwirtschaftliches Archive, Heft N°. GV11/1971, retrieved January 15, 2024, from: <https://www.scrip.org/reference/referencespapers?referenceid=2724577>.

خامسا- نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود

ومن بين المؤشرات الأخرى، التي استعملت كدلالة على كفاية الاحتياطيات، وبالاخص في الفترات الأخيرة في الدول التي تتميز بالأسواق الناشئة "Emerging Market Countries"، هي ما تسمى بأنظمة التحذير المبكر لوقوع أزمة مالية "Early Warning Systems (EWS)"، وبذلك هي تشمل نسبة الاحتياطيات إلى عرض النقود بالمعنى الواسع (R/M2)، وكذا نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل (R/STED)¹.

سادسا- نسبة الاحتياطيات إلى الديون الخارجية قصيرة الأجل

حيث يتم مقارنة بين الاحتياطيات وحجم الديون الخارجية، خاصة على المدى القصير، حيث تعتبر هذه المقارنة مفيدة من أجل قياس المخاطر المرتبطة بالتطورات السلبية؛ التي تحصل على مستوى الأسواق المالية الدولية، لأنه في العادة ما تكون سياسات التمويل بالنقد الأجنبي قصيرة الأجل، لا تعتمد على الاحتياطيات، وإنما تلجأ إلى الاقتراض من الأسواق المالية الدولية، فإذا كانت نسبة الديون الخارجية قصيرة الأجل أكبر من نسبة الاحتياطيات، فهذا يوحي بوجود خطر فعلي وأكد على هذا الاقتصاد².

المطلب الثالث: التوزيع الدولي للاحتياطيات الصرف الأجنبي

يختلف التوزيع الدولي للاحتياطيات من الصرف الأجنبي حول العالم بشكل عام، حيث أن الصين تتربع على حجم الاحتياطيات، وذلك إلى جانب الدول الصناعية الكبرى كاليابان وسويسرا والهند، التي تقتصد في احتياطياتها كنسبة من الواردات أو الناتج الأجنبي مقارنة بالوضع السابق، وهذا قد يرجع لانخفاض فوائضها التجارية أو قد يكون نتيجة لضغوطها المالية التي تعاني منها هذه البلدان، وعلى جانب آخر تتركز نسبة معتبرة من الاحتياطيات في الدول الناشئة والدول النفطية³.

¹ J.Onno de Beaufort Wijnholds & Arend Kapteyn, **Reserve Adequacy in Emerging Market Economics**, IMF Working Paper, September, 2001, retrieved January 15, 2024, from: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01143.pdf>.

² بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سابق، ص 52-53.

³ محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 16.

جدول رقم: 3-1

ترتيب الدول الأكبر امتلاكاً لاحتياطي الصرف الأجنبي (الوحدة: مليون \$)

الرقم	الدولة	الحجم	المرجع
1	الصين	3 237 977	ديسمبر 2023م
2	اليابان	1 294 637	ديسمبر 2023م
3	سويسرا	751 803	ديسمبر 2023م
4	الهند	618 940	جانفي 2024م
5	روسيا	592 352	نوفمبر 2023م
6	المملكة العربية السعودية	443 266	نوفمبر 2023م
7	كوريا الجنوبية	420 148	ديسمبر 2023م
8	البرازيل	348 406	نوفمبر 2023م
9	سنغافورة	345 555	ديسمبر 2023م
10	ألمانيا	318 562	ديسمبر 2023م
25	ماليزيا	112 800	ديسمبر 2023م
29	الجزائر	68 988	ديسمبر 2023م

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- بيانات صندوق النقد الدولي المتاحة على الرابط: <https://www.imf.org/en/data>، تاريخ الاسترداد: 19 جانفي 2024م.

- موقع "TRADING ECONOMICS"، احتياطيات النقد الأجنبي - قائمة البلدان - مجموعة ال 20، متاح على

الرابط: <https://ar.tradingeconomics.com/country-list/foreign-exchange-reserves?continent=g20>

، تاريخ الاسترداد: 19 جانفي 2024م.

- يلاحظ من خلال الجدول رقم: 2-3؛ أنَّ عشر دول تشغل المراتب الأولى عالمياً من حيث حيازتها على احتياطيات كبيرة من الصرف الأجنبي، إذ أنَّ الصين تحتل المرتبة الأولى عالمياً -بفضل الفائض في الحساب الجاري- وبفارق شاسع عن اليابان أقرب الدول إليها من حيث حجم الاحتياطي، وفي نهاية 2023م، ارتفعت

احتياطيات الصين الأجنبية بنحو 66 مليار \$ إلى 3,238 تريليونات \$، كما ارتفعت احتياطياتها من الذهب في نفس الفترة، لتتجاوز 148 مليار \$، بعد زيادة شرائها للمعدن الأصفر¹.

وتجاوزت اليابان حاجر التريليون منذ عام 2008م؛ وارتفعت من 1,25 تريليون \$ نهاية ماي 2023م²، إلى 1,29 تريليون \$ نهاية ديسمبر من نفس العام؛ ويتبين من الجدول أيضاً، بأن حجم الاحتياطيات في الصين واليابان معاً، يفوق إجمالي ما تملكه باقي الدول الثمانية مجتمعة.

ثم في المرتبة الثالثة سويسرا؛ بحجم احتياطي يكفيها 24 شهراً من الاستيراد، وشهد منحى تصاعدياً ابتداءً من عام 2001م حين بلغ 28 مليار \$، وفاق التريليون \$ ديسمبر 2021م، لينخفض فيما بعد، وتليها الهند في المرتبة الرابعة؛ التي ارتفعت احتياطياتها لتبلغ أعلى مستوياتها خلال عامي 2022م و2023م، بحلول 29 ديسمبر الفائت، وذلك إثر تدخلات المصرف المركزي لتغيير حيازته من أصول العملات الأجنبية، فضلاً عن التغيرات التلقائية في قيمة الأصول الاحتياطية.

في حين استعادت روسيا المركز الخامس، رغم العقوبات الغربية على إثر الحرب الروسية الأوكرانية (مصادرة الأصول الروسية بمئات المليارات)، وتأقي في المرتبة السادسة المملكة العربية السعودية، حيث تتجاوز 440 مليار \$ في مصرفها المركزي، وهي الأولى عربياً، وأصبحت كوريا الجنوبية حتى نهاية 2023م سابع أكبر دولة في العالم، من حيث قيمة الاحتياطي من النقد الأجنبي، حيث ارتفعت قيمته في شهر ديسمبر من نفس العام للشهر الثاني على التوالي، بزيادة مقدارها 3,07 مليار \$؛ بسبب زيادة قيمة ودائع العملات الأجنبية في المؤسسات المالية، وارتفاع قيمة الأصول غير الدولار، بعد انخفاض قيمة الدولار الأمريكي بنسبة 1,5% الشهر الفارط.

وأعلن البنك المركزي البرازيلي ارتفاع احتياطي النقد الأجنبي في البلاد، ليصبح الثامن عالمياً في شهر ديسمبر 2023م، بواقع زيادة قدرت بـ 6.63 مليار \$، أي بنحو 19% مقارنة بنوفمبر السابق عليه، عندما سجل أكثر من 348 مليار \$، وبهذه الزيادة يصل الاحتياطي النقدي في البرازيل إلى أعلى مستوى له منذ فيفري 2022م، وتأقي سنغافورة في المرتبة التاسعة، وفي ديسمبر 2023م، ارتفع احتياطي النقد الأجنبي لسنغافورة من 274 مليار \$ في جانفي 2023م، إلى أكثر من 345 مليار \$، بنمو بمعدل سنوي متوسط قدره 1,80%.

¹ Al Anbaa newspaper, economy and business, **\$3.24 trillion in China's foreign reserves... the highest since 2015**, January 8, 2024, retrieved January 20, 2024, from: <https://www.alanba.com.kw/1218653?>.

² عمر ياسر، تراجع الاحتياطيات الأجنبية لليابان إلى 1.25 تريليون دولار في مايو، 07 جويلية 2023م، متاح على الموقع: <https://cnnbusinessarabic.com/economy/26813>، تاريخ الاسترداد: 20 جانفي 2024م.

بينما استرجعت ألمانيا مكانتها ضمن العشرة الأوائل، على الرغم من تقلب احتياطياتها من النقد الأجنبي بشكل كبير، خاصة في فترة جائحة كورونا، إلا أنها تميل إلى الزيادة خلال الفترة من ديسمبر 2022م إلى ديسمبر 2023م.

في حين تحتل ماليزيا المرتبة الخامسة والعشرين بواقع 112,8 مليار \$، والجزائر في المرتبة التاسعة والعشرين بواقع 68,988 مليار \$، وننوه أيضاً أن الولايات المتحدة الأمريكية ليست من بين الدول العشر الأوائل، رغم كون الدولار، هو عملة الاحتياط العالمي الأكثر هيمنة، وكونها صاحبة الحق الأصيل في طباعة الدولار.

المبحث الثالث: مصادر تراكم وقنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي

يمكن أن تتشكل فوائض موارد النقد الأجنبي من عدة مصادر، ويتأثر حجم الاحتياطي بمستوى الدخل الحقيقي للبلد، وبمستوى مسارات الإنفاق، والتي بدورها تستنزف كتلة الاحتياطي.

المطلب الأول: مصادر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي

شهدت الاحتياطيات الأجنبية تاريخياً عبر السنين تراكماً، وهذا التراكم ليس مملوكاً لهذا الجيل فقط، بل تملك جميع الأجيال الحق فيه، ولا ينبغي التفريط فيه ولا تزال الدول النامية والمتقدمة على حد سواء تُراكم الثروات والأصول السائلة، أو شبه سائلة من الذهب، وحقوق السحب الخاصة، والعملات الأجنبية، وكذلك الأصول المالية والعينية، وقد شكلت مجملها احتياطات معتبرة وذات أهمية بالغة لمواجهة وتحقيق وظائف وأهداف داخلية وخارجية؛ وتتم عملية تراكم احتياطي الصرف الأجنبي عن طريق عدة قنوات:

أولاً- فائض الحساب الجاري

يتضمن الحساب الجاري كل الهبات والمدفوعات المحصلة جراء شراء أو بيع السلع والخدمات خلال فترة محددة، فهو يعبر عن حصيلة تدفقات السلع والخدمات، والدخل الأولي مع الدخل الثانوي بين المقيمين، وغير المقيمين¹، وبالنسبة للمعاملات التي تدخل في هذا الحساب والتي تشكل أهم مصادر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي لبعض الدول فإنه يوجد نوعان منها²:

¹ الهيئة العامة للإحصاء، نسبة الفائض أو العجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي، السعودية، جويلية 2017م، ص2، متاح على الرابط:

https://www.stats.gov.sa/sites/default/files/lfyd_w_ljz_fy_lhsb_ljry_lmyzn_lmdfw_lrb_lwl_2017_13-7-2017.pdf، تاريخ الاسترداد: 23 جانفي 2024م.

² Adam elhiraika, **Reserves accumulation in african countries : sources, end effects**, UNECA, work paper, November 2007, p05.

- فائض الميزان التجاري.

- المعونات الأجنبية وتحويلات المهاجرين.

1- فائض الميزان التجاري: إن تصاعد الفوائض المسجلة في الميزان التجاري، فلو لا أسعار النفط المرتفعة للدول المصدرة للنفط، لما تمكنت تلك الدول من أن تراكم احتياطات كبيرة جداً من الفوائض المتواصلة في الحساب الجاري، الناتجة من موازين مدفوعاتها مع العالم الخارجي، إلى الدرجة التي تتراكم عندها هذه الفوائض المتتالية على صورة احتياطات أجنبية، وتسمى هذه الاحتياطات بالاحتياطات المكتسبة¹، وفيما يلي سنقوم بتحليل الصادرات، باعتبارها أهم قناة، تستطيع الدولة أن تراكم منها احتياطات الصرف الدولية:

أ- الصادرات كمصدر أساسي لتراكم النقد الأجنبي (الاحتياطات المكتسبة): تعد حصيلة الصادرات المصدر الرئيسي الذي من خلاله تعمل الدولة على تراكم الاحتياطات، وهنا يأتي دور التجارة الخارجية للبلد، وتعتبر الاحتياطات الناتجة عن تراكم الصادرات على أنها احتياطات ادخار²، وقد تعددت المحاولات والسبل التي انتهجتها كثير من الدول -خاصة النامية منها- بغرض تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث شرعت بداية بسياسة التوجه نحو الداخل؛ والتي تتمثل في إشباع الحاجات الأساسية، أو الاعتماد على الذات، ثم انتقل البعض منها إلى الأخذ باستراتيجية التوجه نحو الخارج، أو ما يعرف بسياسة تنمية الصادرات³، إلا أنه هناك شبه إجماع من قبل المفكرين الاقتصاديين على ضرورة التوجه نحو التصدير، كوسيلة لتحقيق التنمية الاقتصادية⁴.

ب- التحكم في المؤشرات المتعلقة بالصادرات لتراكم النقد الأجنبي: القدرة التصديرية هي من أهم مصادر تراكم الاحتياطات، وهي المحدد الرئيسي لقدرة الدولة على الاستيراد، ومن بين هذه المؤشرات نجد الآتي⁵:

- **نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي:** ويكون ذلك باعتبار أنه كلما قامت الدولة بتخصيص جزء كبير من إنتاجها للتصدير، كان ذلك دليلاً على الاعتماد الكبير للدولة على الخارج وكذا على اندماجها في التقسيم الدولي

¹ Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris and Martin Schmitz, **The euro area current account after the pandemic and energy shock**, Economic Bulletin Issue 6, 2023, Retrieved October 5, 2023, from: <https://www.ecb.europa.eu>.

² إبراهيم لخضاري، عماد عزازي، مرجع سابق، ص 143.

³ حمزة العوادي، سياسة تنمية الصادرات الصناعية الجزائرية خارج المحروقات ومتطلبات نجاحها: دراسة تحليلية للفترة (2009-2013)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد التاسع، العدد الأول، جامعة غرداية، الجزائر، 2016، ص ص 497-498.

⁴ فوزي زغاد، دور احتياطات الصرف الأجنبي في تمويل الاستثمارات العمومية في الجزائر، دراسة تحليلية تنبؤية، خلال الفترة (1990-2020)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2022، ص ص 55-56.

⁵ Pierre PASCALLON, **le système monétaire international**, édition épargne, 1989, p.p 49-50.

للعمل، غير أنه ينبغي عليها الاحتياط ضد التفسيرات الميكانيكية لزيادة نسبة الصادرات إلى الناتج، فقد تزيد هذه النسبة أيضا في تلك الظروف التي ترغب فيها الدولة الحصول على النقد الأجنبي اللازم لاستيراد السلع الاستثمارية والتقنية الضرورية لإقامة قاعد إنتاج تمهد لاستقلالها على المدى البعيد، فالعبرة هنا بكيفية استعمال حصيلة الصادرات، وهناك احتياط آخر فيما يخص نوعية الصادرات، وبالأخص إذا ما كانت الصادرات سلعا أولية (اقتصاد ريعي)، أم سلعا صناعية (اقتصاد مبني على المعرفة).

- **نسبة تغطية الصادرات للواردات:** فالعبرة ليست بارتفاع نسبة الصادرات وحدها، وإنما يجب أن يراعى هنا معدل نمو الصادرات، ومعدل نمو الواردات، لضبط التأثير الفعلي للصادرات على تراكم الاحتياطيات، ويضاف إلى ذلك عامل آخر، يتمثل في قدرة الصادرات على الوفاء بقيمة حاجيات الدولة من الواردات¹، حتى لا تتعرض الاحتياطيات إلى الاستنزاف؛ ولا تضطر الدولة للاستدانة، وربما يكون من الأنسب في بعض الظروف إيجاد نسبة حصيلة الصادرات إلى الواردات الجارية، أي إلى مجموع الواردات بعد استبعاد الواردات من السلع الرأسمالية.

فإذا ترتب عن زيادة الصادرات زيادة في الواردات؛ فإن هذا يستنفذ قدرًا كبيرًا من الاحتياطيات، ولا تتم عملية التراكم، ولذلك في بعض الأحيان الصادرات تؤثر سلبا على الاحتياطيات، وهذا ما يسمى "أثر الاستيراد للصادرات على الاحتياطيات"، فقد تثير حركة بطيئة في الصادرات حركة واسعة في الواردات، في ظل غياب السياسات الاقتصادية المحكمة؛ مثل ما يحدث في الدول التي تتلقى فوائض مالية مفاجئة بفعل الارتفاع المفاجئ لأسعار النفط².

- **درجة التركيز السلعي للصادرات:** والمقصود بدرجة التركيز السلعي للصادرات مدى غلبة الوزن النسبي لسلعة أو عدة سلع تصديرية للدولة على مجموع صادراتها، فعند زيادة نسبة سلعة أو عدد ضئيل من السلع التصديرية إلى جملة صادرات الدولة، زيادة تتخطى النسبة التي يمكن اعتبارها نسبة مأمونة ترتفع احتمالات الحرج في وضع الدولة، وبالتالي ترتفع احتمالات تبعيتها للخارج³، ومن المهم عند إجراء تحليل لدرجة التركيز السلعي للصادرات العمل على التمييز بين السلع الصناعية والسلع الأولية التي يكون عندها الخطر كبيرا، على عكس السلع الصناعية التي قد لا

¹ دعاء ممدوح محمد محمد سليمان، يحيى عبد الرحمن يحيى الحنفي، دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الكفاءة الاقتصادية للتجارة الخارجية الزراعية المصرية، مجلة الاسكندرية للتبادل العلمي، المجلد الثاني والأربعون، العدد الرابع، الإسكندرية، مصر، أكتوبر-ديسمبر 2021م، ص 2322-2323.

² محمد محمد الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 75.

³ James Love, **Commodity concentration and export earnings instability: A shift from cross-section to time series analysis**, Journal of Development Economics, Volume 24, Issue 2, December 1986, Pages 239-248, retrieved October 12, 2023, from: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/03043878869009>.

يدعو ارتفاعها في الصادرات للخطر، ويعتمد "الأوتوكاد" ومن بينها مؤشر تنوع الصادرات، والذي يقيس مدى انحراف هيكل صادرات الدولة عن هيكل الصادرات العالمية، ويمكن أن تتراوح قيمته بين الصفر والواحد الصحيح، ويعمل هذا المؤشر على المساعدة في التمييز بين الدول ذات الهيكل الأكثر تنوعاً للصادرات عن غيرها من الدول التي تركز على عدد محدود من السلع المصدرة¹.

- **النسبة التي تخصص للتصدير من الإنتاج المحلي للسلع أو المجموعات السلعية الرئيسية:** هي نسبة ما التي تخصص من الإنتاج المحلي للاستعمال المحلي، سواء لغرض التصنيع أو لغرض الاستهلاك النهائي، ويعد هذا المؤشر من المؤشرات الهامة في التعبير عن مدى تكامل الاقتصاد المحلي من زاوية التقارب بين نمط الاستهلاك ونمط الإنتاج، فالأصل هو ألا تنعزل الصادرات عن الطلب الداخلي وإنما تكون امتداداً طبيعياً له².

- **مؤشر التركيز الجغرافي للصادرات:** يهدف هذا المؤشر إلى التعرف على مدى اعتماد الدولة محل الدراسة كتلة من التكتلات العالمية أو على دولة أو عدد قليل من الدول في تصريف صادراتها³، وقد صيغ هذا المؤشر عبر تركيبه من ثلاث مؤشرات فرعية تتمثل في:

* **المقدار النسبي في جملة الصادرات للكتلة** صاحبة النسبة الأكبر في شراء المنتجات التصديرية للبلدان المعنية.

* **المقدار النسبي في جملة الصادرات للدولة** صاحبة النسبة الأكبر في شراء المنتجات التصديرية للبلدان المعنية.

* **المقدار النسبي في جملة الصادرات لأهم خمس بلدان استيعاب صادرات البلد المعنية.**

2- تحويلات المهاجرين والمنح والمساعدات الأجنبية: كذلك تعتبر من التحويلات الجارية والتي تعتبر أيضاً من مصادر تدفقات النقد الأجنبي، وتشمل أهم عناصرها على تحويلات العاملين من الخارج والمساعدات الإنمائية الرسمية⁴.

أ- تحويلات المهاجرين: وفقاً لصندوق النقد الدولي تعرف تحويلات المهاجرين على أنها: "تحويلات جارية، خاصة تشمل الأصول المالية والسلع من مهاجرين أو عاملين مقيمين خارج البلد لمدة سنة أو أكثر، إلى أفراد في بلدانهم

¹ موارد تختان، رضوان بن عروس، الانفتاح التجاري وأثره على ميزان المدفوعات -دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1990-2013)، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد الثاني، الجزائر، 2017م، ص241.

² أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها -حالة الجزائر، مرجع سابق، ص75.

³ موارد تختان، رضوان بن عروس، مرجع سابق، ص241.

⁴ Michel AGLIETTA, le FMI de l'ordre monétaire aux désordres financiers, Economica, 2000, p.56.

الأصلية"¹، كما أنه يوجد اتفاق من جانب المؤسسات الدولية؛ كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي، المعنية برصد وإحصاء تحويلات المهاجرين إلى أنها تتكون من مجموع ثلاثة بنود فرعية هي²:

- تعويضات العاملين مُكون من الدخل.

- تحويلات المهاجرين ومُثل مُكوناً من التحويلات الرأسمالية، والتي هي جزء من الحساب الرأسمالي.

- تحويلات العاملين هي مكون من التحويلات الجارية وكلاهما جزء من الحساب الجاري.

وتعد تحويلات المهاجرين بالنسبة للبلدان التي تستقبل هذه التحويلات، من بين أحد أهم مصادر التدفقات النقدية الواردة إليها، ولذلك تعد ذات تأثير مهم على أداء الاقتصاد الكلي فيها، كما تعتبر تحويلات المهاجرين في الخارج أيضاً من بين أكثر مصادر الإيرادات من العملات الأجنبية أهمية، خاصة وأن أغلب البلدان النامية التي تُصدر العمالة تشهد نقصاً في رؤوس الأموال، مما قد يُشكل عقبة أساسية أمام الدفع بعجلة النمو الاقتصادي فيها، فالتحويلات المالية الخارجية لا تقوم بدعم ندرة الإيرادات من العملات الأجنبية فحسب، بل تعمل أيضاً على توفير مصدر مهم للادخار الإضافي وتكوين رأس المال³، ويعدّ انسياب رؤوس الأموال الأجنبية إلى البلدان المستقبلية، عاملاً رئيسياً يوفر النقد الأجنبي الضروري لاستيراد احتياجات الاستثمار من سلع رأسمالية و سلع تقنية ووسطية...، ممّا يسمح باستغلال الموارد الاقتصادية المعطلة، وهو يؤدي بالتأكيد إلى رفع الطاقة الاستيعابية للبلدان المستقبلية، كما تسهم رؤوس الأموال الأجنبية في العمل على تخفيف حدة العجز في ميزان المدفوعات⁴.

3- المساعدات الرسمية للتنمية: تعرف المساعدات الرسمية للتنمية (Official Development Assistance) على أنها: "تشمل كافة المنح العينية والنقدية، والقروض الميسّرة الرسمية، ذات الطابع الاقتصادي، والتي تنطوي على تحويل الموارد من البلدان المتطورة إلى البلدان الأقل نمواً، بغرض تحقيق التنمية، وكذا من أجل تعديل الهياكل الاجتماعية والاقتصادية فيها"⁵، ويقصد بها أيضاً: "المساعدات والمنح التي يقدمها صندوق النقد الدولي،

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، أبو ظبي، 2006 م، ص 174

² نبيل مُجد الطبري، دور تحويلات العاملين في تمويل التنمية في الجمهورية اليمنية خلال الفترة 1990م-2010م، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي العاشر حول "التوجهات الحديثة في تمويل التنمية"، المعهد العربي للتخطيط، بيروت، لبنان، 11-13 أفريل، 2011م، ص5.

³ علي أحمد السقاف، الصُعوبات والمعوقات التي تحول دون مساهمة المغتربين في التنمية في اليمن، مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، السنة الأولى، جامعة عدن، اليمن، 2010م، ص12.

⁴ هشام عبد الباقي، تقدير الحجم الأمثل للمعونات الخارجية للاقتصاد البحريني، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 40، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، 2007م، ص14.

⁵ يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2003م-2004م، ص9.

والبنك الدولي، وبنوك التنمية الإقليمية، وبعض وكالات الأمم المتحدة¹، وتعد المساعدات الرسمية جزءاً من التمويل الرسمي للتنمية، الذي تحصل عليه البلدان النامية من البلدان المتقدمة، وتتضمن الهبات والمنح والقروض الميسرة التي تحتوي على 25% على الأقل من عامل المنح، وفيما يتعلق بالتمويل الرسمي للتنمية فيشمل التدفقات التمويلية من البلدان المتقدمة والمؤسسات الإقليمية والدولية إلى البلدان النامية، ويتضمن القروض التي تُمنح على أساس أسعار فائدة أقل من تلك التي تُحدد السوق. وترتبط الإعانات الخارجية (FOREIGN AID) بالمساعدات الرسمية التنموية وهي مُوجهة نحو الفقراء².

وقد عرّفت لجنة مساعدات التنمية، إعانات التنمية الرسمية بأنها الموارد المتدفقة من البلدان الغنية إلى البلدان النامية، ولكن ينبغي أن تُحقق هذه الموارد ثلاثة شروط أساسية هي³:

- أن تكون من مصادر رسمية.

- أن تحتوي على شروط امتياز، أي عنصر المنحة لا يقل فيها عن 25%.

- أن تكون بغرض التنمية.

ثانياً- الاستثمار الأجنبي

تعد الاستثمارات الأجنبية مصدراً رئيسياً من مصادر تدفقات رؤوس الأموال، ومؤشراً مهماً وعنصراً داعماً لجهود التنويع الاقتصادي، وتوسيع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد الوطني، وتتأثر احتياطات النقد الأجنبي بالحالة التي تكون عليها استثمارات البلد بالخارج، وبال حجم الذي تكون عليه الاستثمارات الأجنبية المتواجدة في البلد، ذلك أن ما يترتب على هذه الاستثمارات من تيارات دخول وخروج رؤوس الأموال وعوائدها، يؤثر على ميزان المدفوعات، مما يؤثر بدوره على طلب البلد على احتياطي الصرف الأجنبي⁴.

قد تترك تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية آثاراً سلبية على موازين المدفوعات في الدول المضيفة، وذلك لأن الشركات متعددة الجنسيات سوف تبدأ في تحويل أرباحها إلى الخارج، هذا بالإضافة إلى دفع الفوائد عن التمويل الوارد لتلك الشركات من البنوك في الخارج، ودفع مقابل براءات الاختراع والمعونات الفنية، هذا علاوة على تحويل

¹ فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004م، ص233.

² آلان بيفاني، الدين الداخلي وتمويل التنمية، المؤتمر الدولي العاشر حول "التوجهات الحديثة في تمويل التنمية"، المعهد العربي للتخطيط، بيروت، لبنان، 11-13 أبريل 2011، ص13.

³ Busher Martin and Von Michel hauff, **Development Aid Between cultural Encounter and General Conditions of Economic Policy**, Economics, 1995, p57.

⁴ أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص80.

جزء من مرتبات العاملين الأجانب في هذه المشروعات للخارج، وقد تصل رؤوس الأموال المستثمرة في هذه الدول المضيفة إلى مرحلة معينة من نموها، بحيث يصبح مقدار ما تستنزفه من أرباح وفوائد من هذه الدول، يفوق بكثير حجم ما يتدفق إليها بسبب ممارسات مختلفة للشركات الأجنبية، خصوصاً عندما تندفع هذه الشركات الأجنبية إلى تمويل جزء من استثماراتها عن طريق الاقتراض من البنوك الوطنية أو الأجنبية الموجودة في الدولة المضيفة، لأن المستثمر الأجنبي يمكنه أن يعيد إلى بلاده الأموال التي اقترضها من السوق المحلي¹.

ثالثاً- فوائض الحساب الرأسمالي

مع بداية تسعينيات القرن العشرين عرفت الاحتياطات الدولية في البلدان النامية منحى تصاعدي، وتزامن هذا السلوك مع قيام عدد من البلدان النامية بتعويم عملاتها وفقاً لقوى السوق، والعمل على الشروع في اتباع إجراءات مُتسلسلة بغية تحرير حساب رأس المال، حيث أن هذا التزامن لا يتوافق إطلاقاً مع إسهامات النظرية الاقتصادية؛ التي تؤكد على أنَّ الدولة تتجه إلى تراكم الاحتياطيات الأجنبية بمستويات كافية، في ظل نظام الصرف الثابت للمحافظة على قيمة العملة المحددة في إطار هذا النظام²، ويتفرع حساب العمليات الرأسمالي إلى حسابين فرعيين؛ حساب رأس المال قصير الأجل، وحساب رأس المال طويل الأجل³:

1- حساب رأس المال طويل الأجل: وتدرج فيه جميع التغيرات، التي تطرأ خلال فترة على قيمة الأصول، التي يملكها المقيمون في الخارج، وكذلك كل الالتزامات تجاه الخارج، أما بالنسبة للأصول والخصوم التي يزيد أجلها عن عام، ويشتمل هذا الحساب على الاستثمارات المباشرة، والأوراق المالية، والقروض طويلة الأجل، كما يشمل على مجموعة الاستثمارات طويلة الأجل، وأهمها ما يتحقق خلال فترة، من تغير في ميزان المشروعات؛ والتي تأخذ شكل أسهم، يتم تصنيفها ضمن الاستثمارات المباشرة، أو الأوراق المالية، بحساب الأرباح في ملكية العقارات التجارية وغير التجارية مع براءة الاختراع⁴.

¹ التقرير السنوي لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) حول الاستثمار العالمي، نيويورك وجنيف، 2013م، ص31.

² ترقو مُجد، أثر اختيار نظام الصرف ووضع حساب رأس المال على سلوك الاحتياطيات الدولية في الدول النامية -دراسة قياسية باستخدام نماذج معطيات Panel، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن عشر، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2015م، ص316.

³ صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة، مرجع سابق، ص32.

⁴ نور الدين عباس، مرجع سابق، ص53.

2- حساب رأس المال قصير الأجل: ويشتمل أساساً على كافة التغيرات، التي تطرأ خلال فترة في ميزان المدفوعات، على قيمة الأصول التي يملكها المقيمون في الخارج، وكذلك على قيمة الخصوم التي يلتزم بها في مواجهة الخارج، وذلك بالنسبة للأصول والخصوم التي لا يزيد أجلها عن عام واحد¹.

وهكذا يكون محل الحساب هو مجمل الأصول الممكن تحويلها إلى درجة سيولة عالية، ويشمل هذا الحساب على كافة العملات الذهبية، والحسابات المصرفية، وأذونات الخزينة، والقروض قصيرة الأجل، والأوراق والحقوق التجارية، وفي الغالبية العظمى؛ تتم حركات رأس المال قصير الأجل، والذي يحدث تغيرات حتى على مستوى رأس المال التجاري، ويتضمن كل حساب من الحسابات، بيان حقوق وديون الدولة من قبل الخارج، دون المعاملات المتصلة بالنوع الخاص بالحساب الجاري²، كما تعدّ القروض الحسنة التي تمنحها البلدان الإسلامية والاستثمارات الأجنبية المباشرة، مصدراً آخر لتراكم الاحتياطيات الأجنبية في الاقتصاد الإسلامي³.

رابعاً- تكلفة تعقيم احتياطي الصرف الأجنبي

1- مفهوم سياسة التعقيم: من أجل فصل آثار السياسة النقدية على سعر الصرف عن آثارها على الأهداف المحلية، قامت البنوك المركزية باستحداث أسلوب جديد يُسمى التعقيم، وتتمحور هذه الفكرة في مُعاوضة مبيعات أو مشتريات البنوك المركزية من النقد الأجنبي، بعمليات السوق المفتوحة (مشتريات أو مبيعات السندات الحكومية) التي تدع المعروض النقدي، أو سعر الفائدة المحدد، كسياسات عامة دون تغيير⁴.

والمقصود بسياسة التعقيم هو عمل البنوك المركزي على تخفيض صافي أصولها المحلية، بصورة تحد من أثر ارتفاع صافي أصوله الأجنبية على القاعدة النقدية، باستعمال العديد من أدوات للتدخل، كما يمكن تعريف سياسة التعقيم أيضاً: بأنها الخط الدفاعي الأول، ضد الآثار غير المرغوبة، للارتفاع في تدفقات رأس المال الأجنبي على نمو الائتمان المحلي، تحتجز فيها البنوك المركزي مبالغ كبيرة في شكل احتياطات رسمية، ممّا يعمل على الحد من تأثير الدولة عند انعكاس التدفقات⁵.

¹ وليد عبيدي، ميزان المدفوعات بوصفه أداة التحليل الاقتصادي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي، بغداد، العراق، ص 36.

² نور الدين عباس، مرجع سابق، ص 53.

³ مُجّد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 196.

⁴ أتيش غوش (Atish Ghosh)، إعادة العملات لوضعها الطبيعي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد الخامس والأربعون، العدد الثاني، صندوق النقد الدولي، الولايات المتحدة الأمريكية، جوان 2008م، ص 41.

⁵ طيبة عبد العزيز، فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطيات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثاني عشرة، جامعة الشلف، الجزائر، جوان 2014م، ص 30.

2- إيجابيات وسلبيات سياسة التعقيم: إنَّ لسياسة التعقيم مجموعة من الإيجابيات والسلبيات، تتمثل في:

أما الإيجابيات فهي:

- هي أداة سريعة للحد، من الآثار التضخمية، وتأثيرها على سعر الصرف.
- لها القدرة على أن تتسبب في زيادة سعر الفائدة المحلية، والتي يمكن أن تؤدي إلى جلب مزيد من التدفقات الرأسمالية الأجنبية.

أما سلبياتها، فتكمن في:

- يمكن أن تتسبب في زيادة ديون الحكومة، وبالأخص إذا كانت الفائدة المدفوعة على الأصول المبيعة تتجاوز تلك التي تجنيها الحكومة من الأصول الأجنبية التي تملكها.
- تقوم على افتراض وجود إحلال غير تام بين الأصول المحلية والأصول الأجنبية من جهة، وبين مختلف الأصول المحلية من جهة أخرى.
- يمكن أن يتسبب تراكم الأصول الأجنبية لدى السلطة النقدية في مشاكل إدارة الاقتصاد من ناحية إمكانية تأجيل برامج الإصلاح، كما أن الانخفاض في مستوى الأصول الأجنبية يمكن أن يؤدي إلى التشجع على المضاربة¹.

المطلب الثاني: قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي.

تستجيب الواردات في الدول النامية لمستوى الاحتياطيات من النقد الأجنبي، بدرجة أكبر من استجابتها لمستوى الدخل، بحيث تعتبر احتياطات الصرف في هذه الدول، هي المصدر الرئيسي لتمويل الواردات، وتبدأ حالة الاستنزاف لاحتياطيات الصرف الأجنبي، عندما تكون السحوبات النقدية من الاحتياطيات أكبر من التدفقات الوافدة إليها²، وتتمثل مسارات الاستنزاف فيما يلي:

أولاً- الواردات

وتعتبر الواردات من أهم بنود الإنفاق بالعملات الصعبة، وبالتالي فهي تعمل على استنزاف الاحتياطيات المتراكمة على افتراض أن العوامل أخرى تبقى ثابتة، وقد أثار البحث عن المؤشر الأفضل لتحديد كفاية الاحتياطيات الكثير من التفاصيل، ولعل أكثر المقاييس استعمالاً بالنسبة للدول النامية، هو المقياس الذي يشار فيه إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات، إذن فإن استعمال الاحتياطيات في الأوقات التي تعرف عجزاً طارئاً، يضمن للدولة تدفق وارداتها اللازمة، ويعمل على تجنبها تطبيق السياسات الاقتصادية غير المرغوبة، والتي قد تضطر الدولة

¹ سوزان سكدالر، مرجع سابق، ص22.

² أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص84.

إلى تطبيقها في حالة عدم كفاية الاحتياطيات، وتحدد الإشارة إلى أن أنصار هذا المؤشر يرون أن النسبة التي تتراوح بين 25% كحد أدنى و 40% كحد أعلى من قيمة الواردات (أي من 3 إلى 5 شهور لتغطية الواردات)، تعد مستوى ملائماً للاحتياطيات¹.

قد تعتمد الدولة أحياناً إلى رفع احتياطياتها إذا ارتفع حجم وارداتها، مما يؤدي إلى التأثير الإيجابي للواردات على الاحتياطيات، ويطلق على هذا التأثير الإيجابي للواردات على الاحتياطيات "احتياطيات الأمان"، ولذلك في الغالب ما نجد أن البلدان تعلن عن غطاء الواردات لمدة زمنية، بالاعتماد على ما تحوز عليه من احتياطي الصرف الأجنبي، وإذا أعقب الواردات الأثران معاً، فإن الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات يكون محصلة الأثر الأكبر، وهنا يمكن أن نسجل حالتين²:

1- إذا كان أثر المبادلات للواردات على الاحتياطيات، أكبر من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون سالبة.

2- إذا كان أثر المبادلات للواردات على الاحتياطيات، أقل من أثر الأمان للواردات على الاحتياطيات، فإن محصلة الأثر النهائي للواردات على الاحتياطيات ستكون موجبة.

ثانياً- تمويل برامج التنمية الاقتصادية (النفقات العامة)

يتأثر حساب الاحتياطيات الرسمية بنتائج أرصدة حسابات ميزان المدفوعات، فالرصيد الإيجابي (فائض) في الميزان التجاري (صادرات أكبر من الواردات) سيؤدي إلى تراكم الاحتياطيات، بالطبع مع مراعاة نتائج أرصدة الحسابات الأخرى لميزان المدفوعات، والرصيد السلبي (عجز) في حساب الميزان التجاري (واردات أكبر من الصادرات) سيؤدي بدوره إلى تسرب أو استنزاف قدر معين من حجم احتياطيات الصرف الأجنبي، وهكذا دواليك بالنسبة لباقي الحسابات³.

ظهر موضوع الطاقة الاستيعابية في الأدبيات الاقتصادية بشدة، خلال الطفرة المالية التي عهدها الاقتصاديات النامية والتي تنقسم في مجملها إلى نوعين أساسيين⁴:

¹ Lucie Rapp, **ces fonds que l'on dit SOUVERAINS fonds d'état et SAUVERAINES**, Vuibertn, 2010, p43.

² Laurence ABADIE, **Finance Internationale: Marchés des changes et gestion des risques financiers**, ARMAND COLIN, Paris, France, 2011.p147.

³ Hervé ALEXANDRE, **banque et intermédiation financière**, 2^{ème} édition, Economica, Librairie Eyrolles, Paris, 2013, P81.

⁴ نور الدين عباس، مرجع سابق، ص 118.

- الاقتصاديات التي تحتوي على وفرة رؤوس الأموال (احتياطيات زائدة)، وهي الاقتصاديات التي يثار فيها موضوع القدرة الاستيعابية.

- الدول التي تعاني عجزاً في ميزان مدفوعاتها، والتي لديها إمكانيات للتنمية الاقتصادية، ولا تثار فيها مشكلة القدرة على الاستيعاب.

فموضوع القدرة الاستيعابية، والتي تخص الدول ذات الفوائض المالية أو الاحتياطيات الزائدة، مما يستدعي البحث عن أفضل الطرق لاستغلال هذه الفوائض، أو الاحتياطيات الزائدة، من خلال الإدارة الذكية لها، وقد تضطر بعض البلدان التي تتبنى برامج ضخمة للتنمية، بسبب ارتفاع حجم الإيرادات عن قدراتها الاستيعابية، وبدون أن تحقق إنتاجية فعلية، كون أن الهدف الأساسي من تلك البرامج هو محاولة استغلال الموارد المالية¹.

ثالثاً- الأزمات الاقتصادية

قبل سنة 2008م، اعتقد المستثمرون في الطاقة أن سعرها سيواصل في الارتفاع إلى ما لا نهاية، كما حصل مع المستثمرين في قطاع السكن (أزمة الرهن العقاري)²، وهو ما دفعهم إلى مزيد من الاستثمار، وأدى تدفق الأموال على القطاع النفطي إلى ارتفاع أسهم الشركات العاملة في هذا المجال، ما وقرّ مزيداً من الاستثمارات، ووفقاً للأرقام، كانت الشركات النفطية والحكومات حول العالم، انفقّت بحلول 2013م، ما مجموعه ترليون دولار في استثمارات نفطية، لناحية الاستكشاف، وإنشاء منصات استخراج، وحفر في الطاقة التقليدية، لكن تبين لاحقاً (في منتصف 2014م)، أن العالم لا يحتاج الكمية النفطية التي كان العمل جارياً لتأمين استخراجها فانفجرت الفقاعة النفطية، وانهارت أسعار النفط عالمياً وأسهم الشركات، وانهارت معها أسهم المصارف التي قدمت القروض، ورافق انفجار الفقاعة النفطية، تباطؤ اقتصادات البلدان الناشئة خصوصاً، ما ساهم في مزيدٍ من التراجع في أسعار النفط العالمية، وكانت البداية لنضوب احتياطيات الصرف التي تراكمت لدى الدول المصدرة للنفط خلال الفترة (2000-2013)، وبمقدار ما تكون أسعار النفط (حالة الارتفاع)، سبباً في تراكم الاحتياطيات، بمقدار ما تكون في أحيان أخرى (حالة الانخفاض)، سبباً في تدهور واستنزاف الاحتياطيات الصرف الأجنبي في حال حدوث الصدمات (الأزمات النفطية

¹ ضياء مجيد موسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر، 1993م.

² منتظر فاضل سعد البطاط، ندوة هلال الجودة، تحليل تداعيات الأزمة المالية العالمية-الأسباب والآثار، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد التاسع عشرة، مركز دراسات البصرة والخليج العربي، جامعة البصرة، العراق، 2011م، ص18.

السالبة)¹، وتعتبر الاحتياطيات الرسمية عرضة للخسائر الرأسمالية وتقلبات العملات، الهند مثلاً خسرت أكثر من ثلث قيمة احتياطياتها خلال ستة أشهر فقط بعد أزمة 2008م².

يمكن التمييز بين عدة أشكال من الأزمات ذات العلاقة باحتياطي الصرف الأجنبي نذكر منها ما يلي:

أ- أزمة العملة: تحصل نتيجة هجوم المضاربين على العملة المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمة العملة المحلية، مما يرغم السلطات النقدية بالتدخل للحفاظ على قيمة عملتها المحلية؛ من خلال صرف كميات كبيرة من احتياطياتها من العملات الدولية، أو زيادة سعر الفائدة، للدفاع عن سعر الصرف السائد لعملتها، مما يؤدي إلى استنزاف الاحتياطيات، وربما نفاذها، وبالرغم من هذا التدخل باستخدام الاحتياطيات، قد لا يتحقق أحياناً المحافظة على مستوى مستقر لسعر صرف العملة المحلية³.

ب- الأزمة المصرفية: تشير الأزمة المصرفية إلى فقدان ثقة المودعين بالبنوك، وقيام الشركات والمتعاملين مع المصارف بسحب إيداعاتهم، وقد تعرضت بنوك كثيرة للانهيار، وفقدت مبالغ جد معتبرة، وتصنف أزمة البنوك بأنها متلازمة مع أزمة السيولة، بمعنى آخر أن أزمة البنوك هي أزمة سيولة، حيث أن هذه الأزمة نشأت بسبب اختلالات في النظام المصرفي، وتعرف بأنها الأزمة التي تفقد البنوك الاحتياطي من موجوداتها، مما يؤدي في الغالب إلى تصفية حساب البنك بسبب العجز في قيمة موجوداته، وتعكس هذه الخسائر على مجمل الاقتصاد الكلي، وفي الغالب يعتبر الخروج المفاجئ للأموال من الدولة هو ما يؤدي عادة إلى حدوث أزمات مصرفية، وبالتالي أزمة مالية شاملة⁴.

ت- أزمة المديونية: وهي الأزمة التي تواجه دولة ما، في حالة عدم قدرة تلك الدولة على الوفاء بفوائدها ديونها الخارجية، وتحدث هذه الأزمة لأسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي، كارتفاع مستوى التضخم وعجز الحساب الجاري، والتوسع المفرط في الاقتراض⁵.

ث- الأزمات المالية: مر الاقتصاد العالمي قبل الأزمة بفترة ازدهار كبير، فقد شهد العالم خلال ربع قرن حتى وقوع أزمة 2008م⁶، التي حوّلت الساحة السياسية والاقتصادية العالمية المزدهرة إلى محيط أكثر سوءاً، فقد أعقبها انكماش

¹ أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 90.

² Gillian Tett, *l'or des fous*, le Jardin des livres, Paris, France, 2014, p62.

³ أمجد مجدي الطيب، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، مرجع سابق، ص 93.

⁴ نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁵ أحمد بلجيلالي، تعاظم المديونية العمومية للدول النامية- نحو تجدد الأزمة ولا مقدرة اقتصاديات الدول على مواجهتها، مجاميع المعرفة، المجلد الثاني، العدد الثاني، الصفحات 11-20، المركز الجامعي بتندوف، الجزائر، 2016م، ص 12.

⁶ مجدي محمود شهاب، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2009م، ص 98.

حاد في النمو العالمي، زادت من حدته انكماشات أشد في التجارة، والاستثمار الأجنبي المباشر، وغير ذلك من قنوات العولمة، وعانى العالم أسوأ مرحلة من مراحل التراجع والانكماش منذ الحرب العالمية الثانية¹. وعانت أجزاء من تجارة الخدمات بالمثل خصوصاً النقل (المرتبط بتجارة السلع)، والخدمات المالية والسياحة، ولكن الخدمات الأخرى خصوصاً الخدمات العملية والمتخصصة كانت أكثر قدرة على التعافي، وتراجع الاستثمار الأجنبي العالمي المباشر، كما تراجعت تحويلات المهاجرين النقدية إلى بلدانهم².

رابعاً- تسيير سعر الصرف

يعد احتياطي الصرف الأجنبي من بين الأدوات الهامة، التي تستخدم في ضبط وتسيير سعر الصرف، ويعد التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي، عملاً محفوفاً بالمخاطر، وخصوصاً في البلدان النامية ذات الأسواق الفتية، والتي غالباً ما يؤدي تدخلها إلى استنزاف احتياطياتها الأجنبية، أو الفشل في تحقيق النتائج المرجوة، كون أن استقرار أسعار الصرف أساس الاستقرار الاقتصادي، أما بخصوص صيغ استخدام احتياطي الصرف الأجنبي في تسيير سعر الصرف؛ فقد اختلفت الأدبيات الاقتصادية في استخدامات احتياطي الصرف الأجنبي باختلاف أنظمة الصرف، سواء تعلق الأمر بأنظمة الصرف الثابتة أو المرنة أو المدارة، ففي ظل أنظمة الصرف الثابتة أو المدارة، تعمل السلطة النقدية على اللجوء إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، ولما تنهار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها، مقابل العملات المحلية، وعندما تتعافى العملة وتحسن يقوم البنك المركزي بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطيات غير كافية، يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية³.

أما في حالة أنظمة الصرف العائمة؛ فتقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها عن طريق هذه الاحتياطيات، وبالتالي عدم كفاية هذه الاحتياطيات من شأنه أن يجعل الدولة عاجزة عن التصدي للآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال والمضاربة، وعليه فإن احتياطي الصرف يلعب دوراً هاماً في الحد من الأزمات المالية، خصوصاً أزمة الصرف، إن انتشار التدخل من قبل البلدان النامية يرجع أساساً إلى بغضها للتقلب المفرط في سعر الصرف، وقدم بعض الباحثين⁴ وثائق تبين كيف أن البلدان النامية تتسامح إزاء حدوث تقلب أكبر في الاحتياطيات

¹ تقرير البنك الدولي لآفاق الاقتصاد العالمي، الفصل الأول، أبريل 2008م.

² Jacques de la rosière, **Cinquante ans de crises financières**, Edition Odile Jacob, Paris, France, 2016, p113.

³ إسماعيل فردية، محمد الأمين شربي، أثر الاحتياطي من النقدي الأجنبي على سعر صرف العملة -دراسة حالة الجزائر (1990-2019)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد الأول، الصفحات 121-132، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2021م، صص 125-126.

⁴ Carmen M. Reinhart, Le mirage des taux de change flottants, The American Economic Review, Vol 19, N° 2, Pages 383-401, Pittsburgh, 2000.

الدولية، وأسعار الفائدة المحلية وأسعار السلع، أكثر مما تتسامح مع أسعار الصرف، وقد وجدوا أيضا أن التغيرات في أسعار الفائدة المحلية، كنفيز للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، تستخدم بشكل أكثر تواترا لحماية أسعار الصرف.

خامسا- تسديد الديون الخارجية

يؤدي ارتفاع الديون الخارجية للدول النامية، إلى زيادة الحاجة إلى تكوين احتياطات دولية لتلك البلاد، فعادة ما تسدد الدولة مدفوعات خدمة ديونها الخارجية عن طريق حصيلة الصادرات، ولكن قد تكون هناك فترات أو شهور معينة، لا يكون لدى الدولة قدر كاف من هذه الحصيلة، ولهذا يجب أن يكون لدى الدولة قدر من الاحتياطات الدولية، تمكنها من سداد مدفوعات مديونيتها الخارجية¹.

¹ فريدة عزازي، أثر المديونية الخارجية على ميزان المدفوعات الجزائري -دراسة قياسية اقتصادية (1970م-2006م)، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد الرابع، الصفحات 47-60، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، ديسمبر 2010م، ص53.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى الجانب النظري لاحتياطي الصرف الأجنبي، والذي من خلاله، خلصنا إلى ما يلي:

- إن احتياطات الصرف الأجنبية هي تلك الأصول العامة الأجنبية، التي تملكها السلطات النقدية المختصة، الزائدة عن حاجتها الضرورية، والخاضعة تحت سيطرتها.
- توجد عدة نظريات للطلب على احتياطي الصرف الأجنبي منها؛ النظرية التجارية، ونظرية التأمين الذاتي، ونظرية تكلفة الفرصة البديلة.
- إن الطلب على الاحتياطات الأجنبية مرتبط بعدة عوامل؛ كحجم الصادرات والواردات، وحجم الاستثمارات الأجنبية، قدرة الدولة على الاقتراض الخارجي وتسديد الديون، وحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.
- كما أن هناك عدة مؤشرات ونماذج لقياس الكفاية، وللاحتفاظ بالاحتياطات، ولعل أشهرها، مؤشر تغطية الواردات، ومؤشر استخدام نسبة الاحتياطات إلى عجز ميزان المدفوعات، ومؤشر نسبة الاحتياطات إلى عرض النقود.
- إنَّ التوزيع الدولي للاحتياطات من الصرف الأجنبي، يختلف حول العالم بشكل عام، حيث تتربع الصين على حجم الاحتياطات، إلى جانب الدول الصناعية الكبرى كاليابان وسويسرا والهند وروسيا، فضلا عن السعودية، التي تعتبر الأولى عربيا.
- يمكن أن تتشكل فوائض موارد النقد الأجنبي من عدة مصادر؛ تتمثل في فائض الحساب الجاري، الاستثمار الأجنبي، فوائض الحساب الرأسمالي، كما أنه توجد قنوات تعمل على استنزاف هذه الاحتياطات، تتمثل في الواردات، الإنفاق العام، الأزمات الاقتصادية والمالية، بالإضافة إلى تسيير سعر الصرف، وتسديد الديون الخارجية.
- إن سياسة الاحتياطي لا بد أن تؤدي إلى تحقيق غرضين، يتمثل الأول في اختيار معيار لتخزين الاحتياطي من العملة الأجنبية؛ بينما الثاني يتمثل في اختيار معيار سرعة التكييف أو التعديل.

الفصل الثاني

تمهيد:

على الرغم من انتشار وتوسع التعامل بالأدوات المالية التقليدية، التي تقدم مجموعة واسعة من الخدمات والعوائد، في إطار تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، إلا أن هناك فئة معتبرة من المستثمرين تتجنب تلك الأدوات، وترغب في التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فكان لزاماً على هؤلاء المستثمرين، إلى جانب أصحاب العجز المالي، البحث عن البدائل الناجعة، فكانت الوجهة نحو الهندسة المالية الإسلامية، التي تركز على الابتكار والتجديد، لتحسين منتجات وخدمات موجودة، أو إدخال أدوات مبتكرة، حيث أثمرت منها الصكوك الإسلامية، التي تعد اليوم أبرز الأدوات المالية الإسلامية، وأكثرها انتشاراً، خاصة في الدول الإسلامية، بالنظر لما تحقّقه من أرقام تمويلية معتبرة في جل قطاعات الاقتصاد، على مستوى الحكومات والمؤسسات والأفراد، وتشبع حاجاتهم الاستثمارية المتعددة والمتجددة.

يهدف هذا الفصل إلى تسليط الضوء على الجوانب النظرية للصكوك الإسلامية، والتأصيل لها، من خلال

تناول المباحث التالية:

- 1- يتناول المبحث الأول الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.
- 2- يتناول المبحث الثاني أنواع الصكوك الإسلامية وتداولها.
- 3- يتناول المبحث الثالث آليات إصدار ومخاطر الصكوك الإسلامية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.

تمثل الصكوك المالية الإسلامية عنصرًا أساسيًا من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، غير أنها تخضع للمبادئ الإسلامية، فإذا أحسن استخدامها وتم توفير المقومات السليمة لنجاحها، تؤدي إلى نتائج مرضية، وفي ضوء ذلك، سنشير في هذا المبحث إلى مفهومها، وأهم المخطات التي مرت بها، وأهميتها، بالإضافة إلى خصائصها التي تميزها عن الأدوات الربوية.

المطلب الأول: مفهوم ونشأة الصكوك الإسلامية.

أولاً- مفهوم الصكوك الإسلامية.

- 1- لغويًا: كلمة "صكوك" هي جمع لكلمة "صك"، من الفعل "صكّ"، ومعناه الضرب أو الإغلاق¹.
- وفي الآية الكريمة: ﴿...فَصَكَّتْ وَجْهَهَا...﴾²، وتعني ضربت وجهها كما تفعل النساء عادة عند التعجب³.
- صكّ؛ يشير إلى التقاء شديد بين شيئين، وكأنهما يلطمان بعضهما الآخر، من ذلك قولهم: صككت الشيء صكّا، وصكّ الباب صكّا: أغلقه.
- الصكّ هو الكتاب، والجمع صكّاك، وكان الأمراء في العادة يأمرّون كتابيا بمنح الأموال والهبات للناس، مما دفعهم إلى بيع هذه الأوامر قبل استلام المبالغ (تعجيلًا)، وفي المقابل يعطون للمشتري صكا يثبت حق المبلغ، ثم تم منعهم من هذا التصرف، لأنه يبيع ما لم يقبض⁴.
- كلمة "الصكّ"؛ هي كلمة فارسية تم تعريبها، حيث يشير "أبو منصور" إلى أن "الصكّ" يكتب للتأكيد على عهد أو اتفاق، وأصل الكلمة في اللغة الفارسية: "جك"، وكان الناس في ذلك الوقت يستخدمون هذه الكلمة للتعبير عن الهبات والأرزاق، وفي حديث أبي هريرة: "أَنَّهُ قَالَ لِمَرَوَانَ: أَخْلَلْتَ بَيْعَ الرَّبَا، فَقَالَ مَرَوَانُ: مَا فَعَلْتُ، فَقَالَ أَبُو هُرَيْرَةَ: أَخْلَلْتَ بَيْعَ الصِّكَاكِ"⁵.

2- المعنى الاصطلاحي: تتردد تعريفات عدة حول الصكوك الإسلامية، من أبرزها:

¹ ابن منظور، لسان العرب، المجلد العاشر، دار صادر للنشر، بيروت، لبنان، ص456.

² سورة الذّاريات، الآية 29.

³ محمد علي الصابوني، صفوة التفاسير، المجلد الثالث، الطبعة الأولى، دار الصابوني للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2009م، ص236.

⁴ أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الجيل، بيروت، لبنان، 1981م، ص ص255-256.

⁵ رواه مسلم، صحيح مسلم، كتاب البيوع، رقم الحديث 2826.

- اصطلاح مجمع الفقه الإسلامي الصكوك الإسلامية بسندات المقارضة، والتي هي: "حصص ملكية متساوية القيمة، تمثل جزءاً من أرباحها، مسجلة بأسماء أشخاص يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، ويتحصلون بقدر نسبة ملكية كل واحد منهم"¹.

- وجاء تعريفها في قانون البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار لسنة 1978م، كالآتي: "سندات المقارضة هي الوثائق المحددة القيمة، والصادرة عن البنك بأسماء من يكتبون فيها، مقابل دفع القيمة المحررة بها على أساس المشاركة في نتائج الأرباح المتحققة سنوياً، حسب الشروط الخاصة بكل إصدار على حدة، ويجوز أن تكون هذه السندات صادرة لأغراض المقارضة المخصصة"².

- بينما عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة على أنها: "أوراق مالية ذات قيم متساوية، تمثل حصصاً في أصول أو منافع أو مشروعات خدمائية، أو موجودات في أنشطة استثمارية معينة، ويتم استخدامها في مشروعات تصدر لأجلها، بعد انتهاء عملية الاكتتاب، ويطلق عليها اسم "الصكوك الاستثمارية"، لتمييزها عن سندات القرض والأسهم"³.

من خلال ما سبق؛ يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها: أوراق مالية شرعية متساوية القيمة، تمثل حصة في عين، أو خدمة، أو منفعة، لنشاط مالي مشروع، يستحق مالكوها ربحاً جراء العملية الاستثمارية، ويتم إصدارها وفق عقد من عقود التمويل الإسلامي، ويسمى الصك باسم العقد الذي على أساسه تم إصداره، كما لها تاريخ إطفاء محدد.

¹ مجمع الفقه الإسلامي، القرار ثلاثون "4/5"، خاص بسندات الاستثمار وسندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، الجزء الثالث، جدة، السعودية، الأول من فيفري 1988م، ص 1809، متاح على الرابط: <https://iifa-aifi.org/ar/1713.html>، تاريخ الاسترداد: 6 جانفي 2023م.

² شركة البنك الإسلامي الأردني، قانون البنوك رقم (28)، عقد التأسيس والنظام الأساسي، 2000م، ص 11، متاح على الرابط: <https://www.jordanislamicbank.com/ar/memorandum-and-articles-of-association>، تاريخ الاسترداد: 10 مارس 2023م.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (معياري 17)، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010م، ص 288.

ثانياً- نشأة الصكوك الإسلامية.

اختلف الباحثون في تحديد تاريخ دقيق لنشأة الصكوك الإسلامية¹، ويمكن تقسيم المراحل التي مرت بها إلى ثلاث مراحل:

1- المرحلة الأولى (قبل سنة 1977م): شاع استخدام الصك في عهد سيف الدولة الحمداني (303-356 هـ / 915-967م)، عندما جاء متخفياً إلى بغداد، فاستضافه أهل المدينة بدون أن يعلموا هويته، وفي صدد مغادرته، كتب لهم صكاً بمبلغ 1000 درهم، على أحد الصيارفة بالمدينة، وعندما قدموا الصك إلى الصراف، سلمهم المبلغ دون تردد².

وفي حالة أخرى؛ فقد كان الزبير ابن العوام يعتمد في تجارته الخارجية على نظام صكوك خاص به، فكان يطلب من الراغب في إيداع أمواله لديه، بأن يودعها في شكل قرض، مع كتابة صك بمقدار القرض، مع إمكانية صاحب القرض باسترداد أمواله، عن طريق العودة بعد فترة، أو عن طريق تقديم الصك إلى أحد وكلاء الزبير بن العوام في المدينة التي يتواجد بها³، كما انتشر هذا النوع من المعاملات في مدينة البصرة بداية من القرن الخامس الميلادي، وأصبح لها قواعد وأصول معروفة، من حيث طريقة الختم والشهود، وانتهج الولاة في العهد العباسي في إرسال فوائض دخول ولاياتهم على الصكوك، وكانت تعرف بالسفاتج⁴، ويوجد في المتحف البريطاني أيضاً، نموذج للصك حرر فيه "باسمك يا رحيم، رجاء أن يدفع الأكبر أبو الخير خيار لحامله مائة دينار لبيت أمين الدولة (1140م) أبو ذكر"؛ وفي الجانب الأعلى من هذا الصك كتب عبارة "100 دينار خالصة"، وقد عثر على هذه الوثيقة في أحد المعابد اليهودية بالقاهرة.

وعموماً، قد سبق الفقه الإسلامي الاقتصاد التقليدي، في بيان حقيقة الصكوك الإسلامية، كوثيقة لإثبات حق، فقد ورد عن "الإمام النووي" (676هـ-1277م)، أن الصك هو ورقة مكتوبة تثبت ديناً على شخص ما، وكان يستعمل مصطلح الصكوك، للإشارة إلى أوامر الدفع التي يصدرها الحاكم لتوزيع الطعام على

¹ الشيخ بن قاي، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي، وتحقيق التنمية الاقتصادية: دراسة التجربة الماليزية "2008م-2017م"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2020م، ص15.

² آمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الأولى، مطبعة تونس قرطاج، تونس، 2017م، ص65.

³ إبراهيم ابن صالح العمر، النقود الائتمانية، دورها وآثارها في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار العاصمة للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 1993م، ص73.

⁴ آمال عبد الوهاب عمري، مرجع سابق، ص66.

المستحقين، مع إمكانية بيع هذه الأوامر قبل استلام المبلغ المكتوب فيها¹، ويشير "الإمام النووي" إلى استخدام نوعين من الصكوك:

أ- ورقة قانونية تثبت وجود دين على شخص ما، وتستخدم كدليل لمتابعته، فهو إثبات للدين وليس ورقة لبيعها، بحجة أن الدين يحرم بيعها².

ب- ورقة تثبت ملكية شخص ما لحق في الحصول على طعام أو سلعة أو غير ذلك، وهي شبيهة بالصكوك الحالية³، وأكد أحد المستشرقين، بعد دراسته المعمقة للممارسات المالية في العالم الإسلامي، أن المعاملات السائدة آنذاك في المجتمع الإسلامي لم تكن في باقي المجتمعات بأكثر من ثلاثة قرون⁴.

وفي نهاية هذه الفترة، برزت فكرة التصكيك على ساحة العالم الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1970م، حين أصدرت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري - المشهورة باسم Ginnemea - صكوكا بصيغة قروض مضمونة بالرهن العقاري، حيث قامت على فكرة بيع وتداول القروض والدين، وكان الهدف من التصكيك في ذلك الزمان، هو ربط الدين القائمة بشكل مباشر مع الأوراق المالية الجديدة، وذلك عن طريق تجميع هذه الدين على هيئة محفظة، ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضماناتها⁵، وأطلق البعض على هذه العملية اسم السنددة أو التوريق، وذلك بتحويل الدين أو الأصول إلى صكوك يتم تداولها في سوق ثانوية.

¹ أبو زكريا يحيى بن شرف النووي، شرح النووي على صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي، الطبعة الثانية، الجزء العاشر، بيروت، لبنان، 1992م، ص171.

² أسيل نعيم محمد الخموس، تجربة الصكوك الإسلامية كأداة مالية استثمارية في الأردن، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2021م، ص5.

³ آمال عبد الوهاب عمري، مرجع سابق، ص64.

⁴ فؤاد محمد أحمد محسن، الشركة ذات الغرض الخاص "SVP"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الواحد والعشرون، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 31 جانفي 2013م، ص26.

⁵ بدوي عبد المطلب، التوريق كأداة من أدوات تطوير بورصة مصر، دراسة مقدمة ضمن أوراق مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: الآفاق والتحديات، دبي، الإمارات، 2007م، علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها وأنواعها وأهميتها ودورها في التنمية - حجم إصداراتها وتحديات الإصدار، ورقة بحثية مقدمة إلى ورشة عمل أقامتها شركة "BDO" المعنونة بـ: "الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، الأردن، يومي 18-19 جويلية 2010م، ص11.

2- المرحلة الثانية (1977-2002م): أثار ظهور السندات الربوية اهتمام فقهاء الشريعة الإسلامية بدراسة صكوك الاستثمار كبديل شرعي لها، وتم طرحها في أول مؤتمر عالمي للاقتصاد الإسلامي في صفر 1396هـ، الموافق لفيفري 1976م، بجامعة الملك عبد العزيز، بمكة المكرمة¹.

ظهرت الصكوك الإسلامية في العالم الإسلامي، عندما طرح بعض الباحثين بدائل غير تقليدية كسندات المقارضة عام 1977م²، حيث تعد الأردن أول من عرض مفهوم سندات المقارضة؛ واعتمدتها كأداة يمكن التمويل بها من البنك في المشروعات الكبيرة طويلة الأجل، وهو ما حدث عند الشروع في وضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني³؛ وفي مرحلة تالية، عام 1981م، عرض الدكتور أحمد سامي حمود هذه الفكرة على وزارة الأوقاف الأردنية، وذلك من أجل إعمار الممتلكات الوقفية⁴.

قام الدكتور "العبادي عبد السلام" بدراسة سندات المقارضة بالتفصيل على مستوى وزارة الأوقاف الأردنية، وأثمرت الدراسة عن ميلاد تأصيل هذه الأداة، التي أجازها مجمع الفقه الإسلامي⁵، وفي سابقة في تركيا، تم إصدار سندات بصيغة المشاركة، لتمويل تشييد جسر البوسفور الثاني عام 1983م.

وتعود نشأة الصكوك في ماليزيا إلى بداية الثمانينيات من القرن الماضي، بالتحديد في عام 1983م، حيث قام البنك المركزي الماليزي بإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا، بعد امتناع "بنك إسلام" الماليزي عن الاستثمار في السندات السيادية أو سندات الخزينة، التي تخالف الأحكام الشرعية⁶.

في أكتوبر 1986م، قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بتكليف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشأن سندات للمقارضة وسندات للتنمية والاستثمار، التي تم إصدارها في ذلك العام، الأمر الذي يؤكد الأهمية البالغة التي يوليها المجمع لموضوع الصكوك، وتم إصدار الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة في

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة للنشر، والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2009م، ص49.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي السابع عشرة)، مرجع سابق، ص238.

³ البنك الإسلامي الأردني، قانون البنوك رقم (13)، 1978م.

⁴ شعيب يونس، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2016م، ص12.

⁵ قانون رقم 10، سندات المقارضة، الجريدة الرسمية الأردنية، العدد 2992، الصادر بتاريخ: 16 مارس 1981م، ص306.

⁶ مفتاح عبد السلام عليلش، الدور التنموي للصكوك الوقفية، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)، إسطنبول، تركيا، 8-9 نوفمبر 2019م، ص202.

فيفري 1988م¹؛ وأصدر المجمع قرارًا خلال دورته الرابعة بجدة يحدد فيه الأحكام الشرعية لسندات المقارضة²، وتضمن القرار تسميتها بصكوك المقارضة³، وبعد ذلك وبالتحديد بتاريخ مارس 1990م، أصدر المجمع فتوى يرحب فيها السندات، واقترح صكوك المضاربة كبديل عنها⁴، ففتح الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة، وبدأت التجربة بالانطلاق بصورة أكثر تنظيمًا بعد تأسيس وحدة متخصصة بالتداول المالي الإسلامي في السوق المالية الماليزية عام 1994م⁵، ثم جاءت دراسة الدكتور "منذر نحف"، تحت عنوان: "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، حول موضوع صكوك الإجارة عام 1995م، ثم أصدر المجمع قرارًا لتحديد ضوابط صكوك الإجارة في الدورة الخامسة عشر⁶.

وبهدف الحد من التضخم الذي تضاعف في السودان في تسعينيات القرن الماضي، وفي عام 1999م أصدر بنك السودان شهادتي استثمار إسلاميتين: "شتم" و"شهامة" بهدف توفير أدوات مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تخدم وظيفة السوق المفتوح شرعياً، وتستند إلى مبادئ الشريعة أهمها الغنم بالغرم⁷، وتساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموماً، نظراً لتميزها بالسيولة، وتسهم في إدارة السيولة في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص⁸.

في عام 2001م، أصدر "بنك البحرين" - مؤسسة نقد البحرين سابقاً - أولى الصكوك لصالح الحكومة البحرينية⁹، التي اعتبرتها متوافقة مع الشريعة الإسلامية حيث بلغت قيمة الإصدار 25 مليون دولار أمريكي، وقد اعتمدت المؤسسة صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات¹⁰، وفي عام 2002م تم تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين¹¹.

¹ زعتري علاء الدين، مرجع سابق، ص 13.

² بحية عمروش، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في ظل التطورات الراهنة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات اقتصادية، المجلد الثاني والعشرون، العدد الثاني، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، ماي 2015م، ص 210.

³ محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) تداولها وتطبيقاتها المعاصرة، قرار رقم: 30 "3-4"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، الإمارات، 2009م، ص 8.

⁴ زعتري علاء الدين، مرجع سابق، ص 13.

⁵ صادق أحمد عبد الله السبيعي، دور الصكوك في تعزيز الدور التنموي للمصارف الإسلامية-دراسة تطبيقية مقارنة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرون، العدد الثاني، الجامعة السودانية للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2019م، ص 20.

⁶ عمروش بحية، مرجع سابق، ص 210.

⁷ زعتري علاء الدين، مرجع سابق، ص 12.

⁸ محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) تداولها وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سابق، ص 01.

⁹ مفتاح عبد السلام عليلش، مرجع سابق، ص 202.

¹⁰ صادق أحمد عبد الله السبيعي، مرجع سابق، ص 20.

في جانفي 2002م؛ تم إصدار فتوى أخرى فحواها تحريم جميع التعاملات بالسندات، من قبل رابطة العالم الإسلامي، والتي تعتبر الجهة الثانية بعد المجمع، بالإضافة إلى تحريم تصكيك الديون، لتصبح قابلة للتداول في السوق الثانوية¹.

3- المرحلة الثالثة (بعد سنة 2002م): في ماي 2003م، قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار المعيار الشرعي السابع عشرة لصكوك الاستثمار، واعتباراً من تاريخ الأول من جانفي 2004م، يسري تطبيق هذا المعيار على الشركات المختصة، الذي يحدد المبادئ الأولية لإصدار وتداول صيغ الصكوك، فضلا عن خصائصها والأحكام الشرعية التي تنظمها².

وفي مارس 2004م، أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي القرار رقم: 127 "3-15"، ونادى بدراسة تفصيلية عن صكوك الإجارة، بالتركيز على ضبط الأحكام الشرعية التي تحكمها، فضلا عن بحث إمكانية إصدار صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك، ودراسة الأحكام التي تضبط إصدار صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة (إجارة الخدمات)³، ولتعميق الدراسة في مجال الصكوك، دعا المجمع إلى عقد ندوة خاصة، تهدف إلى وضع لائحة بخصوص صكوك المقارضة، خاصة وأنها تجمع بين الأصول المختلطة (الأعيان، المنافع، النقود، والديون)⁴.

أشار صندوق النقد الدولي في سبتمبر 2007م، إلى الطفرة الحاصلة في معاملات التوريق الإسلامي، التي تمثلت في زيادة واضحة في إصدار الصكوك، والتي تضاعفت أربع مرات، كما أكد أيضا على الاهتمام المتزايد بسوق الصكوك من قبل العديد من الدول، غير أن التحدي الكبير الذي أبرزه الصندوق هو صعوبة التوفيق بين الخصائص الهيكلية للصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية⁵.

وفي أبريل 2008م، حددت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة الأحكام التي تنظم زكاة صكوك المقارضة، وأوجبت الزكاة فيها مع توفر شروطها الشرعية، بنفس مقدار زكاة التجارة⁶.

¹ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص13.

² عبد الحليم أسامة الجورية، صكوك الاستثمار: دورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، قسم الدراسات العليا، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009م، ص27.

³ راضي عبد المقصود مهدي حسن النجار، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات البنية التحتية (تجارب دولية)، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد السادس والعشرون، جامعة الأزهر، مصر، 2021م، ص30.

⁴ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص13.

⁵ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق: الطبعة الأولى، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، مصر، 2014م، ص6-7.

⁶ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص14.

في جويلية 2008م، أكد صندوق النقد الدولي مجدداً على أهمية الصكوك السيادية، والاهتمام المتزايد من قبل المسلمين وغيرهم، مشيراً إلى أبرز التحديات التي تواجه الصكوك، التي تتمثل في الاختلافات الفقهية والخلل في القوانين، وفي نفس هذه الفترة ظهرت صكوك الإجارة، حين أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة على منافع الأعيان، مما فتح الباب أمام الاستفادة من هذه الصكوك¹.

في أبريل 2009م؛ أجاز الجمع وقف الصكوك، باعتبارها أموالاً شرعية، حيث قام بتحديد الأحكام الشرعية والضوابط التنظيمية لوقف الصكوك، مبيّناً أحكام الصكوك وخصائصها، وأكد على ضرورة تحديد القوانين التي تضبطها².

وبعد هذا التاريخ، زاد اهتمام علماء الاقتصاد الإسلامي بالصكوك الإسلامية، حيث نشرت العديد من الكتب والأبحاث، كما أعدت الكثير من الملتقيات والندوات، والتي طورت في الصكوك الإسلامية، سواء من حيث كيفية الإصدار أو التداول أو الإطفاء.

المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.

تتميز الصكوك الإسلامية بعدة خصائص، نجملها فيما يلي:

أولاً- تمثل جزءاً من ملكية عينية لأصول أو منافع، أو خدمات، أو مزيجاً مما سبق، وذلك ضمن مشروع استثماري مبني على الأصول³.

ثانياً- يتم إصدار الصكوك بقيم متساوية، حتى يثبت المالك حقه من مجمل الأصول أو المنافع الصادرة مقابلها أو كلاهما⁴.

ثالثاً- الأحقية في الربح، بمعنى كلما زادت المخاطرة في الاستثمار، زادت فرصة الربح أو الخسارة، (حامل الصك يربح عند تحقيق الربح، والعكس بالعكس صحيح) على أساس القاعدة الشرعية "الْعُنْمُ بِالْعُرْمِ" و"الْحَرَجُ

¹ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص12.

² قرار رقم: 178 (4-19)، الصكوك الإسلامية (التوريق)، تداولها وتطبيقاتها المعاصرة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات، أبريل 2009م.

³ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014م، ص217.

⁴ Hamed Rasool, Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk, avari, Lahore, 27th August, 2008.

بالضمان¹؛ والذي لا ينبغي أن يكون في شكل نسبة محددة سلفاً من القيمة الإسمية؛ حيث يحصل كل من رب العمل، وحامل الصك على حصتيهما في فترات دورية معينة، أو في نهاية المشروع².

رابعاً- يتم طرح الإصدارات على أساس عقود شرعية، وتضبط تداولها أحكاماً شرعية³، بحسب طبيعة الموجودات يتم الالتزام بشروط الإصدار، وتحدد العلاقة بين المصدرين والمشتريين⁴، كما تخضع لشروط التداول حسب صيغتها، سواء كانت أعياناً أو منافع، فتداولها يتم حسب الاتفاق من حيث السعر أو المدة أو العائد، بينما لا تتداول الصكوك إلا بتطبيق شروط الديون في حالة كانت الأصول التي تمثل الصكوك لا تزال مقابل ديون، كما هو الحال في صكوك السلم والمراجحة⁵.

خامساً- عدم قابلية الصك للتجزئة لأكثر من مالك، وفي بعض الحالات يؤول الصك لأكثر من شخص بسبب الإرث أو نحوه، فيتم الاتفاق على شخص واحد يمثلهم أمام الشركة⁶.

سادساً- يعتبر مالك الصك مشاركاً في أصول المشروع؛ ما يضمن له عدة حقوق، كالحق في جزء من الأرباح والاحتياطات، والتصرف في الصك، وفي الرقابة، من خلال وثيقة الإصدار، وحق الشفعة وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته⁷.

المطلب الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية.

الميزات التي تتوفر في الصكوك الإسلامية، جعلتها ذات أهمية كبيرة، وتستمد أهميتها من حال المصرفية الإسلامية، الذي يحتاج إلى تطوير وابتكار أوعية ادخار مناسبة لحجم المدخرات، وتحدي توفير فرص لاستغلالها، وبالمثل تتضح أهميتها في إبراز وتعميق الدور الاستثماري للسوق المالية الإسلامية⁸.

أولاً- أهمية الصكوك بالنسبة للدولة والاقتصاد العام:

1- تُجنب الدولة التزامات ثابتة اتجاه الممولين، بحكم تميزها وقيامها على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة.

¹ عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من مضمونها، ورقة بحثية مقدمة إلى ملتقى الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 25 ماي 2010م، ص 01.

² حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2004م، ص 06.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي السابع عشرة)، مرجع سابق، ص 291.

⁴ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 30.

⁵ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 20.

⁶ نفس المرجع، ص 21.

⁷ علي محي الدين القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار البشائر، بيروت، لبنان، 2007م، ص 338.

⁸ عبد المنعم فياض حسانين، الصكوك الإسلامية والاجتهادات الشرعية، دراسة مقدمة لندوة المصرفي الإسلامي الثاني، الكويت، 2005م، ص 30.

- 2- جذب المدخرات والأموال المعطلة من أصحابها، لاستخدامها في مشروعات استثمارية مدرة للدخل والربح؛ هو المسعى الرئيس من وراء إصدار الصكوك¹.
- 3- يتم توظيف الصكوك الإسلامية في مشروعات استثمارية، تشمل كافة القطاعات والمجالات²، وتتضمن عدة صيغ تناسب تمويل المشروعات الكبرى ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية، مثل مشروعات البنية التحتية، التي لا تستطيع تمويلها جهة واحدة³.
- 4- بفضلها تتراجع الحكومات عن خيار الخصخصة، التي تلجأ إليه لنقص التمويل في المؤسسات العامة، وبالتالي تضمن تأمين الموارد، وتحفظ الاقتصاد⁴.
- 5- توسيع قاعدة المشروعات وتطويرها بواسطة الحصول على السيولة اللازمة، عن طريق تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى صكوك (التصكيك)، وعرضها في السوق، لاستهداف المدخرات اللازمة لتمويل هذه المشروعات⁵.
- 6- يمكن استخدامها في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية، بدعم إشراك المستثمرين من الشركات والأفراد في الإعمار والتنمية، وبذلك تتحقق المشاركة بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتقدم المنشود، ولا تقتصر على موارد الدولة⁶.
- 7- تساهم الصكوك في التقليل من عجز الموازنة العامة للدولة، عن طريق جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات، ما يوفر موارد نقدية حقيقية، ويمكن القول مثلاً، في فترة تضائل عائدات النفط في الدول النفطية، يمكنها الاستفادة من الإقبال العالمي القوي على الصكوك لتمويل العجز المتزايد في ميزانياتها⁷.

¹ شعيب يونس، مرجع سابق، ص 07.

² هادف حيزية، الصكوك الإسلامية مرونة وفعالية في الأداء رغم التحديات وتوالي الأزمات- التجربة البريطانية كدليل - 2004-2020، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد الثالث عشر، العدد الثالث، الجزائر، 2020م، ص 463.

³ محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة مقدمة إلى المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، الجزائر، 13-18 سبتمبر 2012م، ص 2.

⁴ آمال عبد الوهاب عمري، مرجع سابق، ص 96.

⁵ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، الطبعة الأولى، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، والدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2012م، ص 73.

⁶ عبد الله يوسف الحجي، وليد خالد الشايجي، صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع عشرة لمؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، الإمارات، 2005م، ص 926.

⁷ Standing committee for economic and commercial cooperation of the organization of Islamic Cooperation "COMCEC", The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, Ankara, TURKEY, February 2018, p16.

- 8- تساعد الصكوك في تطوير الاقتصاد الإسلامي على المستويين النظري والتطبيقي، فهي تكمل المؤسسات المالية الإسلامية كالمصارف الإسلامية وشركات التأمين¹.
- 9- تساهم الصكوك في نمو الناتج الداخلي الإجمالي، وذلك دون اللجوء إلى استثمارات جديدة².
- 10- يعدّ مصدراً تمويلياً من خارج الميزانية: عند بيع أصول المؤسسة إلى الشركة المتخصصة، وتدفع هذه الأخيرة ثمن تلك الأصول، فيحلّ ثمنها محل ميزانية المؤسسة المنشئ، وبالتالي يختفي رصيد الأصول من الميزانية العمومية، وفي نفس الوقت يساهم إصدار الصكوك في تعزيز البنية المالية للجهة المصدرة عبر تعديل ميزانيتها، الأمر الذي يزيد من كفاية رأس المال، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، عند استخدام عملية التصكيك، تتخلص المؤسسة من مخصصات الديون صعبة التحصيل؛ التي كانت تقتطعها من مجمل الإيرادات، وتقلل من صافي الأرباح.

ثانياً- أهمية الصكوك بالنظر للأسواق المالية

- رغم قصر عمرها وحدائتها، تثبت الصكوك الإسلامية دورها في دفع عجلة النمو، حيث:
- 1- ساهمت بشكل كبير في توسيع وتنويع قاعدة الأدوات المالية في السوق المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة سيولة الأسواق، والابتعاد عن استخدام الأوراق المالية التقليدية³.
- 2- تساهم الصكوك الإسلامية في جذب شرائح معتبرة من المجتمع، وبالأخص الأفراد الذين يتجنبون المعاملات الربوية، الأمر الذي يزيد من حجم الأموال المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية، هذا التطور والنمو ساهم بشكل كبير في تأسيس بيئة استثمارية، سيما أموال المسلمين المهاجرين إلى الدول الغربية⁴.
- 3- تساهم في تعزيز دور المصارف الإسلامية كونها أداة مالية شرعية وفعالة لإدارة السيولة، وتحقيق العوائد، مع تدنية المخاطر⁵، مما يؤدي إلى تحسين إدارة النظام المصرفي بصفة عامة، فإذا توفر للمصرف الإسلامي فائض في

¹ سعود بن ملوح العنزي، محمود علي السرطاوي، صكوك المراجعة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الثامن، العدد الأول، جامعة آل بيت عمادة البحث العلمي، الأردن، 2012م، ص 61.

² فاطمة بوخاري، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي: التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد الثاني، العدد الثاني، جامعة الشهيد حمّو لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2017م، ص 59.

³ وليد عوجان، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة بحثية مقدمة ضمت منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، 2015م، ص 18.

⁴ سعود بن ملوح العنزي، محمود علي السرطاوي، مرجع سابق، ص 58.

⁵ نفس المرجع، ص 58-59.

واستثمار حقيقي، وعلاوة على ذلك، يمكن إصدارها بآجال متعددة وبعملات محلية وأجنبية، مما أتاح للمدخرين والمستثمرين من داخل وخارج الوطن حرية الاختيار للأداة المالية التي تتلاءم مع احتياجاتهم¹.

4- تعد أداة مشروعة للتوزيع العادل للثروة، ذلك الانتفاع بالربح الناتج عن المشروع يوزع بنسب عادلة على المستثمرين، وبهذا لا تقتصر الثروة على الأغنياء فقط، بل تنتشر على نطاق واسع، وذلك من المساعي السامية للاقتصاد الإسلامي².

5- ارتفاع درجة التنبؤ بتدفقاتها؛ فالعائد (الربح) يمكن التنبؤ به في صكوك الإجارة، إضافة إلى انخفاض مخاطرها، باعتبارها مغطاة بأصول³.

المطلب الرابع: المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية.

الأدوات التقليدية شُكِّلَت أساساً لتمويل المشروعات، قبل أن تدخل الصكوك الإسلامية سوق المنافسة، لتصبح ملاذاً للمستثمرين الذين يريدون العمل وفق الشريعة الإسلامية، هذه الصكوك تتفق مع أدوات الاستثمار التقليدية في بعض الأمور، وتختلف معها في أخرى، كما يتضح في الجدول التالي:

جدول رقم: 1-2

مقارنة الصكوك الإسلامية بالأدوات المالية التقليدية

الصكوك الإسلامية	الأسهم	السندات	
تاريخ التطبيق	حوالي 1990م	حوالي 1600م	حوالي 1600م
العلاقة بين المصدر والمستثمر	ملكية حق شائع من أصول، وليست ديناً على المصدر.	ملكية حصة شائعة من أصول، فهو يمثل ملكية لصافي كل أصول الشركة بعد استبعاد	أوراق مديونية تعد ديناً في ذمة الشركة (دين على المصدر)

¹ أمل على إبراهيم، وآخرون، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي، موقع المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية، الاقتصادية والسياسية، 4 جوان 2018م، متاح على الرابط: https://democraticac.de/?p=54469#_Toc513371978، تاريخ الاسترداد: 12 جوان 2023م.

² سعود بن ملوح العنزي، محمود علي السراطوي، مرجع سابق، ص62.

³ عبد العظيم أبو زيد، معبد الجارحي، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم ضمن مؤتمر الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، السعودية، يومي 24-26 ماي 2010م، ص09.

	الخصوم.	
	- الصك والسهم يمثلان أداة ملكية أصول مدرة لعائد، أو المشاركة في رأسمال مشروع ربحي، وبالمثل يستحق كلاهما جزءاً من صافي ربح المشروع، تتلاءم مع مقدار الأسهم في الشركة، أو قيمة الصكوك في المشروع. - يعطي كل منهما لحامله حقاً في موجودات المشروع، في حالة التسليم والقبض والحيازة، حيث أن لحاملهما حرية التصرف	
سند مدبونية؛ فهو فرض بفائدة دورية، حيث لا يمت بصله للأصول المالية للشركة، ويعد من الاستثمارات طويلة الأجل، ويمثل حصة في التمويل المالي التقليدي.	أوراق مالية متساوية القيمة تمثل ملكية في رأسمال الشركة، الأسهم تبقى مشاركة مادامت الشركة قائمة، حتى في حالة انتقال ملكيتها إلى شخص آخر؛ لأنها تمثل رأس مال الشركة المصدرة؛ فهي إذا غير قابلة للرد من جانب الشركة	- أوراق مالية متساوية القيمة تمثل ملكية غير مجزأة في الملكيات المحددة، المدعومة بالموجودات أو القائمة بها، أو المشاريع التجارية. - لها مدة حياة محددة، فهي أداة مالية مؤقتة ولها تاريخ إطفاء*، فقد يكون إصدار صكوك الاستثمار لتمويل مشروع ما، أو لتمويل مشروع بطريق المشاركة المتناقصة، أو الإجارة المنتهية بالتمليك، بحيث يتم إطفاء بعض الصكوك على مراحل زمنية معينة الطبيعة والشكل القانوني
	يمثلان وثيقة إثبات لحصة مشاعة في موجودات الشركة المصدرة	
الموجودات	حد أدنى لنسبة معينة من الموجودات العينية	غير مطلوب
المبلغ الأصلي والعائد	المصدر لا يضمن، فالضمان يرجع إلى طبيعة الاستثمار وتقلبات السوق	غير مطلوب
	الضمان غير موجود	مضمونان من قبل المصدر بمعدل فائدة.

* الإطفاء: يقصد به انتهاء المدة الزمنية للمشروع، وإعادة أثمان الصكوك لحاملها مضافاً إليها الأرباح أو تخصم منها الخسائر.

المطالبات	ملكية جزئية في أصول أو مشروعات محددة	ملكية المطالبات على الشركة.	يخضى الدائنون في أصول الاستثمار، بما في ذلك من حق الأولوية في بعض الحالات.
الضمان في الورقة المالية	ضمان حقوق الملكية في الموارد والأصول المستثمرة، وإضافة ضمانات أخرى لتعزيز حماية هذه الحقوق.	غير مضمونة	عموما السندات غير مضمونة إلا في حالات مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن، ضمان التزامات الديون، وشهادات صندوق الأمانة .
مصدر العائد والربح	يعتمد العائد من استثمار الأصول على مدى أداء الأصول المستثمرة، فالربح غير محدد أو غير مقطوع، فهو يقوم على مبدأ "الغنم بالغرم"، أي قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، ويكون العائد إما ثابتا كما هو الحال في صكوك الإجارة (الأقساط)، أو متغيرا حسب الأداء كما هو الحال في صكوك المشاركة.	العائد من استثمار الأصول، يستحق مالك السهم الأرباح الناتجة عن نشاط الشركة، وذلك بعد استبعاد التكاليف من إيراداتها ككل.	سعر الفائدة؛ الفوائد دورية ومحددة مسبقا، بغض النظر عن تحقق أرباح للمشروع من عدمه (خسائر).
الغرض	يكون إصدارها متوافقا مع الأحكام الشرعية.	يمكن إصدارها لأي غرض.	يمكن إصدارها لأي غرض.
قابلية التداول	تداول الصكوك يرتبط بنوع الأصول التي تمثلها، وهي بشكل عام قابلة للتداول، إلا أن هناك بعض الاستثناءات فإن صكوك البيوع لا يتم تداولها، وتخضع جميعها للأحكام الشرعية.	قابلة للتداول	قابلة للتداول خلال فترة الحياة، وتداول السند لا يعني نقل الملكية بالحصّة، بل بالمبلغ النقدي.
كلها تشترك في غرض التمويل، سواء لمختلف الجهات الحكومية، أو الشركات الخاصة، كما تؤثر في حجم السيولة النقدية المتداولة، وتساهم في الاستقرار الاقتصادي.			
التداول في الأوراق المالية	لبيع في الملكية الخاصة في المشروعات والموجودات	مديونية (أداة بيع الدين)	مديونية (أداة بيع الدين)
درجة المخاطرة	تعتمد على صيغة استثمار الأصول، ويتعرض حامل الصك لمخاطر أقل، مقارنة بالأدوات المالية	مرتفعة، فالسهم يتعرض لعدة	حسب نوع السند (منخفضة بالمقارنة)، كونها مدعومة بالأصول،

	التقليدية، لكون الصك يصدر مقابل أصل معين (التغطية بالأصول).	تقلبات في اليوم الواحد، حسب عمق السوق وأداء الشركة	مما يجعلها جذابة للاستثمارات طويلة الأجل
المدة (الأجل)	تتزامن مدة استثمار الصك مع مدة المشروع الذي يمثل، وتبدأ بالشروع في المشروع، وتنتهي بانتهائه.	غير مؤقتة	مؤقتة، فهي لا تتزامن مع مدة المشروع، فقد تزيد عنه أو تنقص.
مسؤولية المالكين	مسؤولية كل جانب في المشروع تقتصر على معدل ونطاق مشاركته فيه، فالنسبة لمالكي الصكوك فهم مشاركون بشكل غير مباشر في إدارة المشروع بحكم تفويضهم للمضارب وفق شروط العقد، ويتحمل المضارب المسؤولية الكاملة عند التنفيذ، حسب شروط نشرة الإصدار.	المسؤولية على شؤون الشركة تقتصر على مدى حصتها في الشركة، ويعتبر مالكو الأسهم مشاركين مباشرين في عضوية مجلس الإدارة، فله صوت في تعيين الإدارة وعزلها.	مالكو السندات ليس لديهم أي مسؤوليات بالنسبة لظروف المصدر
المعاملة المحاسبية	حامل الصك يعتبر ممولا للشركة المصدرة بحسب الأصل المصكك، فهي أداة تمويل خارج الميزانية	أداة تمويل داخل الميزانية؛ كونها تمثل لحصة ملكية شريك معلومة من رأس مال الشركة.	داخل الميزانية
آلية الإصدار والالتزام بالضوابط الشرعية	الاكتتاب العام، تتضمن القواعد الشرعية، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية، وإذا خالفها يتحمل المسؤولية.	لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية.	الاكتتاب العام، ولا تتضمن نشرة الإصدار أية ضوابط شرعية، ولا تلتزم الجهة المصدرة بالقواعد الشرعية.
المشاركة في الإدارة	حامل الصك لا يملك حق المشاركة في إدارة الشركة، ولا يملك التصويت في الجمعية العامة.	يملك مالك السهم الحق في المشاركة في	حق حامل السند في الإدارة محصور فقط في تغيير شكل الشركة القانوني،

والتصويت		إدارة الشركة من خلال الحق في التصويل في الجمعية العامة.	أو دمجها في شركة أخرى.
إمكانية التحويل	لا يمكن تحويلها إلى أسهم، كونها تمثل استثمارات في مشروعات وأنشطة حقيقية قائمة.	/	لها إمكانية التحويل إلى أسهم.

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على:

- أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق: الطبعة الأولى، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، مصر، 2014م، ص ص 13-14.
- أسماء ناصر عبد الرحمن الحمود، الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات، مواقع أعضاء هيئة التدريس، جامعة الملك سعود، السعودية، متاح على الرابط: <https://faculty.ksu.edu.sa/ar/aalhמוד/publication/120237>، تاريخ الاسترداد: 27 جانفي 2023م.
- الصوفي ولد الشيباني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مقال منشور في مجلة الفقه والقانون، المجلد الرابع والثلاثون، العدد الحادي عشرة، جامعة نواكشوط، موريتانيا، 2015م ص 7.
- آمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الأولى، مطبعة تونس قرطاج، تونس، 2017م، ص 89.
- حسين حامد حسان، الأدوات المالية الإسلامية، مقال منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، المجلد السادس، العدد السادس، عمان، الأردن، ص 1054.
- الشريف حمزة الفعر، ضمانات الصكوك الإسلامية، دراسة مقدمة إلى ملتقى الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، يومي 24-26 ماي 2010م، ص 4.
- رامي محمد كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية، الطبعة الأولى، دار طبية الخضراء للنشر والتوزيع، مكة، السعودية، 2019م، ص ص 76-77.
- سعيدة لقوي، مصطفى بورنان، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشاريع التنموية - بعض التجارب العالمية، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد السابع، العدد الأول، جامعة الوادي، الجزائر، مارس 2022م، ص 340.
- صفية أحمد أبوبكر، الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، أيام 31 ماي إلى 03 جوان 2009م، ص 15.
- عبدالله بن منيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتصحيحا، بحث مقدم إلى ملتقى الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، يومي 24-26 ماي 2010م، ص 6.

- مُجّد فؤاد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التورييق)، تداولها وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ملتقى الصكوك الإسلامية (التورييق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 2009م، ص ص 17-18.
- إبراهيم شيخ التهامي، كمال رزيق، أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات المستدامة: الصكوك الإسلامية الخضراء أنموذجاً، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد العاشر، العدد الأول، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2019م، ص 106.
- مُجّد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013م، ص ص 79-82.
- ملاك سلوى، بوخاري لحلو، المتطلبات القانونية والتنظيمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في الجزائر، مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية، المجلد السادس، العدد الأول، جامعة مُجّد بوضياف، المسيلة، الجزائر، جوان 2021م، ص 274.
- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها (الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية)، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014م، ص 46.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وتداولها

تتميز الصكوك بالتنوع تبعاً لتنوع الموجودات التي تمثلها، من أعيان ومنافع وديون ونقود، سواء كانت مجتمعة أو متفرقة، ولتيسير عملية التمويل المثلّي بالنسبة للمؤسسات، وزيادة جذب المدخرات الكافية لغرض الاستثمار، كان من المناسب اتسامها بالتنوع حسب اختلاف صيغ إصدارها، والتي يمكن إيجازها في الآتي:

المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود المشاركة

تنقسم الصكوك الإسلامية حسب هذا التصنيف إلى الصيغ التالية:

أولاً- صكوك المضاربة

- 1- المضاربة: تعدّ اتفاقاً يتم بموجبه تجميع مال من شخص، وعمل من شخص آخر، ويطلق على الشخص الأول -حتى وإن كان أكثر من شخص واحد- "رب المال"¹.
- 2- تعريف صكوك المضاربة: حسب المعايير الشرعية لهيئة المراقبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "هي أوراق مشاركة تمثل استثمارات أو أنشطة يتم إدارتها وفق عقد المضاربة، وذلك بتعيين أحد المضاربين من بين الشركاء، أو يتولى غيرهم عملية الإدارة"².

¹ ابن عابدين، حاشية ابن عابدين (رد المختار) ويليّه قرة عيون الأخيار وتقريرات الرافعي، تحقيق عادل أحمد عبد الموجود، علي مُجّد معوض، الجزء الثامن، دار الفكر للطباعة والنشر، سوريا، 2000م، ص ص 315-318.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص 290.

- هي أداة مالية استثمارية تتيح توزيع ملكية مشروع استثماري على مجموعة من الأشخاص، عن طريق طرح صكوك ملكية برأس مال المضاربة، بحصص ذات قيم متساوية، تسجل بأسماء حاملها، ويشتركون في الأرباح أو الخسائر المسجلة حسب نسبة كل مشترك¹.

3- المشروعية: قال الله تعالى: ﴿وَأَخْرُؤْنَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ﴾².

عن صهيب بن سنان الرومي رضي الله عنه أن النبي ﷺ قال: "ثلاث فيها البركة: البيع إلى أجل، والمقارضة، وإخلاط البر بالشيء للبيت لا للسوق"³، وأيضاً ما ورد "أن النبي ﷺ خرج في مال خديجة رضي الله عنها مضاربة في الشام.

4- أنواعها:

أ- صكوك المضاربة المطلقة: وهي التي لا يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً، وإنما يخول المضارب في اختيار المشروع المناسب حسب خبرته، أي هي التي لا تتقيد بزمان ولا مكان ولا نوع الاستثمار أو التجارة⁴.

ب- صكوك المضاربة المقيدة: وهي التي يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً أو مجالاً معيناً يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة، ولا يحق له الخروج عنها وإلا اعتُبر متعدياً، وتكون محددة بمدة معينة حسب عمر المشروع⁵.

ت- صكوك المضاربة المستردة بالتدرج: في كل مرة توزع فيها الأرباح، يتم استرداد جزء من رأس مال المضاربة، حيث يسترجع حملة الصكوك القيمة الاسمية للصكوك مع الأرباح، حتى الوصول إلى استرداد كامل رأس مالهم، وتقول ملكية المشروع في النهاية للمضارب⁶.

ث- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع: القيمة الاسمية للصكوك لا تسترد إلا بعد التنضيق، على أن يحصل حملة الصكوك على أرباحهم دورياً، مع اعتبار الربح والخسارة في معادلة توزيع الأرباح الدورية، وبعد نهاية المشروع سلفاً بمدة معينة، يتم توزيع القيمة الاسمية للصكوك على أصحابها، وبالتالي تنطفئ مع نهاية المشروع⁷.

¹ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، القرار الخامس، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، السعودية، 1988م، ص312.

² سورة المزمل، الآية 20.

³ رواه ابن ماجه.

⁴ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص39.

⁵ قحف منذر، سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية، مقال منشور في مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد الأول، جدة، السعودية، 1989م، ص45.

⁶ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص37.

⁷ نفس المرجع، نفس الصفحة.

ج- صكوك المضاربة المنتهية بالتمليك: في هذه الحالة يحصل حملة الصكوك على القيمة الإسمية لصكوكهم بعد انتهاء المشروع في شكل تمليك نهائي للمشروع، ومثال ذلك؛ لو طرحت جهة ما لتمويل تشييد عمارة، فإنه بعد الانتهاء من التشييد، والشروع في كراء الشقق، يحصل كل حملة الصكوك والمضارب على نسبة من الأرباح، وبعد انتهاء الفترة المحددة يتحول المبنى إلى ملكية حملة الصكوك¹.

ح- صكوك المضاربة القابلة للتحويل: يمكن إصدار صكوك مضاربة قابلة للتحويل في زمن معين إلى صكوك مضاربة أخرى، أو بتغير مجال التجارة والمضاربة، أو نحو ذلك، مثل تحويلها بصكوك الإجارة أو إلى أسهم عادية، مع مراعاة الأحكام الشرعية للتداول².

ثانيا- صكوك المشاركة

1- المشاركة: التمويل بالمشاركة هو الاستراتيجية الرئيسية للتمويل الإسلامي، وفق قاعدة رئيسية في توزيع الربح وهي:

- نسبة التوزيع تكون محددة سلفا.

- نسبة الربح والخسارة بينهم تكون شائعة معلومة من رأس المال، وليست نسبة ثابتة.

والمشاركة: عقد يتم بين اثنين فأكثر على مساهمة كل منهم بمبلغ من المال يسمى رأس المال، من أجل اشتراك في تمويل مشروع استثماري معين فيما بينهم، على أن يقسم الربح على ما يتفقون عليه والخسارة على قدر رأس مال كل منهم، وبعبارة أخرى المشاركة تعني الاشتراك في الربح والخسارة من مشروع استثماري³، وتنقسم صكوك المشاركة على قسمين⁴؛ المشاركة بين المستثمرين، والمشاركة بين المصدر للصكوك والمستثمرين.

2- تعريف صكوك المشاركة:

- عرّفها "أيوفي" بأنها: "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 ملكا

¹ علي محي الدين القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص335.

² أشرف مجّد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص42.

³ المرشد الفقهي الصادرة عن الهيئة العليا للرقابة الشرعية، الطبعة الأولى، البنك المركزي، السودان، 2006م، ص124.

⁴ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص11.

لحملة الصكوك، في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة، أو على أساس المضاربة، أو على أساس الوكالة بالاستثمار¹.

- وفي تعريف آخر: "هي أوراق مالية ذات قيم متساوية، تمثل حصصاً في مشروع مشترك، يتم إصدارها من قبل صاحب مشروع قائم أو مؤسسة مالية نيابة عنه، ويتم تداولها بين المستثمرين، ويحدد عقد الإصدار حقوق والتزامات كل شريك، بما في ذلك نسبة مشاركته في الأرباح والخسائر، وآلية إدارة المشروع"².

إذن فصاحب المشروع يصدر صكوك المضاربة لجذب المستثمرين للمشاركة في تمويل مشروعه، يشتري المستثمرون هذه الصكوك ليصبحوا شركاء في المشروع، ويتحملون معه المخاطر والأرباح بنسبة مساهمتهم، تستمر الشراكة حتى انتهاء المشروع، ويتم توزيع الأرباح والخسائر بين الشركة بنفس النسبة³.

ومنه عندما يستثمر مستثمر في صكوك المضاربة، فإنه يصبح شريكاً في مشروع واعد، ويشارك في تحقيق أرباحه، لكن عليه أيضاً تحمل جزء من المخاطر المرتبطة بالمشروع.

3- المشروعية: قال ابن قدامة: "وأجمع المسلمون على جواز الشركة في الجملة، وإنما اختلفوا في أنواع منها" ولقوله تعالى: ﴿فَهُمْ شُرَكَاءٌ فِي الثُّلُثِ...﴾⁴، وقوله تعالى: ﴿...وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ﴾⁵، والخلطاء هم الشركاء.

4- أنواعها: يمكن تقسيم المشاركات⁶:

أ- وفقاً لطبيعة الأصول المملوكة: هناك مشاركات في النفقات المتغيرة والمشاركة المستمرة، التي تدخل في تكوين رأس المال الثابت.

ب- وفقاً للاستمرار: المشاركة المستمرة في شكل أسهم؛ ويكون أجل الصكوك مستمرة في العمل، والمكتتبون في الصكوك يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال المشروع⁷، والمشاركة المؤقتة أو المتناقصة التي يسترد فيها صاحب

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص 290.

² سامي يوسف محمد كمال، واقع الصكوك المالية الإسلامية وتمويل التنمية في العالم الإسلامي، (د.ط)، القاهرة، مصر، 2020م، ص 71.

³ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين، مقال منشور في مجلة

الباحث، العدد التاسع، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2011م، ص 256.

⁴ سورة النساء، الآية 12.

⁵ سورة ص، الآية 24.

⁶ سامي يوسف محمد كمال، مرجع سابق، ص 71-72.

⁷ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 32.

رأس المال مشاركته بالتدريج مع حصة ربحه¹؛ حيث يتم توزيع جزء من أرباح المشروع على حاملي الصكوك بشكل دوري، وذلك حتى يستعيدوا قيمة الصكوك التي اشتروها، بالإضافة إلى حصولهم على حصة من الأرباح المتراكمة، وعند تصفية المشروع، يتم توزيع أي أصول متبقية على حاملي الصكوك بنسبة مساهمتهم².

ت- وفقاً لأغراض المشاركة: منها المشاركات التجارية، المشاركات الزراعية، والمشاركات الصناعية.

ث- وفقاً للمدة: قصيرة الأجل، وطويلة الأجل.

ج- وفقاً للاستخدام: مشاركات عامة مع كل نشاط، ومشاركات متخصصة لمشاريع معينة أو نشاط معين.

يمول صك المشاركات العديد من الأنشطة عمى سبيل المثال: الاستثمارات المباشرة الجديدة، التوسعات في مشروعات قائمة، المشاركة المتناقصة، تمويل رأس المال العامل.

ح- وفقاً للإدارة: صكوك المشاركة في مشروع معين وتمنح الإدارة لمصدرها، ويكون ذلك بأن تطرح جهة معينة، سواء كانت فرداً أم مؤسسة، صكوكاً بخصص متساوية لمشروع معين، تشترك الجهة المصدرة بنسبة معينة من رأس مال المشروع، على أن يكون الجميع شركاء، ويتم إدارة المشروع من قبل الجهة المصدرة، أو هناك المشاركة في مشروع معين تكون إدارته لجهة أخرى، بحيث تختلف عن سابقتها كون إدارة المشروع المشترك بين الجهة المصدرة للصكوك وحملة الصكوك تُمنح لجهة خارجية بنسبة من الأرباح³.

5- الفرق بين صكوك المضاربة والمشاركة: الفرق بين صكوك المشاركة والمضاربة هو أنه في صكوك المشاركة كل جانب يسهم بالمال وبالخدمة، ففيها تبقى اليد في التصرف في مال الشركة لكل الشركاء، بينما المضارب (العامل) لا يساهم في رأس المال؛ إنما يقع عليه عبء العمل كله، ليكون صاحب حق في الربح بفضل ما يقدمه من جهد، ويتحمل رب المال الخسارة وحده، ويفقد العامل أجره عمله، ولكن إذا كان تلف المال بسبب تفريط من العامل أو تعدد منه فإنه يتحمل الخسارة⁴.

ثالثاً- صكوك المزارعة

1- المزارعة: هي عقد شركة بين جانبين، أحدهما يمتلك الأرض ورأس المال، والآخر يقوم بالعمل، الذي يتمثل في الزراعة، على أن يتم الاتفاق على اقتسام المحصول بالنسب المحددة في العقد.

¹ سامي يوسف محمد كمال، مرجع سابق، ص 72.

² أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 32.

³ محمود عبد الكريم إرشيد، المدخل الشامل إلى معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، الطبعة الثالثة، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014م، ص 211.

⁴ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 12.

2- تعريف صكوك المزارعة: تعرف على أنها: "وثائق تصدر متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع معين، على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد"¹.

ويصدر صكوك المزارعة مالك الأرض، ويصبح حملة الصكوك بأموالهم هم المزارعين، ويتم تحديد في نشرة إصدار الصكوك كافة التفاصيل الخاصة بالأرض وتكلفتها²؛ وهدف هذه الصكوك هو تمويل زراعة أرض ما، والأشخاص الذين يشترون هذه الصكوك يصبحون شركاء في الزراعة، حيث يستثمرون أموالهم في الزراعة، ويقومون بتغطية جميع التكاليف اللازمة، وفي المقابل يتقاسمون المحصول مع صاحب الأرض، وتمثل هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب، وبداية الاستثمار والصرف على المحاصيل، حصصاً شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها، وحتى وقت صلاحها وجنيها وقسمتها أو بيعها، وقسمة ثمنها بين المالك وحملة الصكوك، لتكون هي العائدات³.

3- المشروعية: ورد في حديث ابن عمر رضي الله عنه قال: أن رسول الله ﷺ: "دفع أرض خيبر إلى أهلها بشرط ما يخرج من ثمر أو زرع"⁴.

رابعاً- صكوك المساقاة

1- المساقاة: هي دفع الشجر إلى من يصلحه بجزء من ثمره؛ فعقد المساقاة هو معاقدة على دفع الأشجار إلى من يعمل فيها على أن الثمرة بينهما؛ أو هي عقد عن العمل ببعض الخارج⁵.

2- تعريف صكوك المساقاة: تعتبر من صكوك الأنشطة الزراعية، على أنها: "هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة، والإنفاق عليها، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد"⁶.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص 290.

² أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 40.

³ حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص 8.

⁴ مصطفى الخرن، مصطفى البغا، علي الشربجي، الفقه المنهجي على مذهب الإمام الشافعي، الطبعة الرابعة، الجزء السابع، دار القلم للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 1992م، ص 34، متاح على الرابط: <https://shamela.ws/book/6369/1246>، تاريخ الاسترداد: 28 جويلية 2023م.

⁵ آمال عبد الوهاب عمري، مرجع سابق، ص 133.

⁶ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص 290.

مُصدر هذه الصكوك هم مالكو المزارع المغروسة بأشجار ذات أصول ثابتة (نخيل، زيتون، عنب،...)، لاستخدام حصيلتها في الصرف على الزراعة ورعايتها وتعهدها بالري، وتهيئة شبكة المياه والصرف والتسميد والتقليم، ومعالجة الآفات الزراعية، ثم جني المحصول وتخزينه، وتسويقه، وبيعه¹، ويتحمل حامل الصك مسؤولية المساقاة وإدارة المزرعة، ويحق له الحصول على الحصة المتفق عليها من المحصول، ويستخدم ربع هذه الصكوك في تمويل جميع الأنشطة الزراعية، كالسماد والمبيدات، وكذلك ما تنتجه المزرعة من محاصيل منذ ظهورها حتى جنيها².

3- المشروعية: أجمع الصحابة رضي الله عنهم عليها، وورد في حديث النبي ﷺ قال: "أنه دفع إلى يهود خيبر نخل خيبر معاملة (مساقاة) وأرضها مزارعة"³.

خامسا- صكوك المغارسة

1- المغارسة: هي عقد على غرس شجر في أرض بعوض معلوم⁴، وجعلها الحنابلة جزء من المساقاة.

2- تعريف صكوك المغارسة: وتعتبر صكوك المغارسة من صكوك الأنشطة الزراعية، وتعرف على أنها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الأرض والغرس"⁵.

ومصدر هذه الصكوك هم مالكو الأرض، لاستخدام حصيلتها في الصرف في تسوية وإعداد الأرض لغرس الأشجار، وشراء الشتلات، ويتم استثمار أموال المكتتبين في صكوك المغارسة في غرس الأرض بأشجار مثمرة، ويتم تقسيم المساحات المغروسة والأشجار والثمار، بين مالك الأرض وحملة الصكوك وفقاً لأحكام عقد المغارسة والشروط الواردة في نشرة الإصدار⁶.

3- المشروعية: هي جائزة عند المالكية بشروط ومن شروطها أن يكون الشجر من صنف واحد أو متقارب وأن لا يكون لسنين كنيّة وذهب الحنفية إلى جوازها إذا كانت على الشجر والثمر دون الأرض؛ وذلك لأن الأرض موجودة أصلاً قبل عقد المغارسة، ولا دخل لعمل العامل فيها، حتى تكون له حصة فيها⁷.

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص 94.

² حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص 9.

³ مصطفى الخنّ، مصطفى البغا، علي الشربجي، مرجع سابق، ص 25.

⁴ ابن عابدين، مرجع سابق، ص 183.

⁵ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص 290.

⁶ معاذ بن عبد العزيز المؤذن، المغارسة بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي: دلالتها وتطبيقاتها، مجلة المداد، المجلد العشرون، العدد الثاني، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020م، ص 140.

⁷ رفيق يونس المصري، فقه المعاملات المالية، الطبعة الثانية، دار القلم، دمشق، سوريا، 2007م، ص 232.

المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع

تنقسم الصكوك الإسلامية حسب هذا التصنيف إلى الصيغ التالية:

أولاً- صكوك السلم

1- السلم: هو نوع من أنواع العقود الآجلة، حيث يتم الاتفاق بين جانبيين بائع ومشتري، على تسليم سلعة محددة المواصفات في المستقبل، في تاريخ محدد، ولكنها تختلف عن العقود الآجلة الأخرى، في حين أن الدفع يتم في الوقت الحاضر، والتسليم فقط هو الذي يتم مستقبلاً¹.

ويشمل عناصر بيع السلم على²:

- السلم: يطلق على العقد وعلى المسلم فيه.

- المسلم أو رب العمل: وهو المشتري أو صاحب رأس المال.

- المسلم إليه: وهو البائع.

- المسلم فيه: وهو المبيع (السلعة).

- رأس المال السلم أو رأس المال وهو الثمن.

وهناك ما يسمى بالسلم المتوازي؛ وهو اتفاق المشتري مع جانب آخر على بيعه المنتج المتفق عليه في اتفاقية السلم الأول³.

2- تعريف صكوك السلم: تعرف على أنها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"⁴.

وهي تمثل أداة تمويل مبتكرة، تسمح بجمع الأموال لشراء بضاعة مقدّماً، ويحصل المستثمرون في هذه الصكوك على حصة في البضاعة المشتراة، ويتقاسمون أرباح بيعها، في حين لا يمكن تداول الصكوك إلا بعد استلام البضاعة، كما تعتبر هذه الصكوك أداة فعالة لتمويل المشاريع الإنتاجية والتجارية⁵.

¹ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص33.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص311.

³ هالة طالب أبو عامر، عقد السلم الموازي ودوره في تحقيق الأمن الاقتصادي، المجلة العربية للدراسات الأمنية، المجلد الواحد والثلاثون، العدد الثالث والستون، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، السعودية، 2015م، ص4.

⁴ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص289.

⁵ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص33.

2- **المشروعية:** يتفق الفقهاء في أن عقد السلم يقوم على مبادلة عوضين، أولهما حاضر وهو الثمن، والآخر مؤجل وهو الشيء المسلم فيه، كما قال ابن عباس: "أشهد أن السلف المضمون إلى أجل قد أحله الله في كتابه وأذن فيه، ثم قرأ هذه الآية قال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ...﴾"¹.
وكما ورد في السنة النبوية من حديث ابن عباس قال: "أن النبي ﷺ قدم المدينة وهم يسلفون في الثمار السنتين والثلاث، فقال: "من أسلف في شيء فليسلف في كيل معلوم، ووزن معلوم إلى أجل معلوم"².

ثانيا- صكوك الاستصناع

1- **الاستصناع:** يعد الاستصناع من أنواع عقود السلم؛ حيث يتم الاتفاق بين الجانبين على تسليم سلعة أو عين في المستقبل بعد تصنيعها أو إنشائها، ويجوز هنا في هذه الحالة الدفع العاجل أو تقسيط الثمن³.
ويمكن القول بأن عقود الاستصناع فهي تنسحب على المعاملات التي تشتمل على عمليات صناعية أو إنشائية، وعلى النقيض من ذلك، فإن عقود السلم هي عقود للمعاملات التجارية، ويشبه الإجارة أيضا، لكنه يفترق عنها من حيث أن الصانع يضع مادة الشيء المصنوع من ماله، ويعرف الاستصناع بأنه عقد يطلب به المستصنع من غيره وهو الصانع بأن يصنع له شيئا معينا، بمبلغ من المال يتفقان عليه، وفي مدة معينة.
وهناك ما يسمى بالاستصناع الموازي؛ وهو تعاقد المتعهد مع جهة أخرى ما لاستصناع سلعة لها ثم يقوم المتعهد بالتعاقد مع جهة أخرى لتقوم تلك الجهة بتصنيع المنتج المطلوب له ليقوم بتقديمه إلى طالب السلعة في الوقت المطلوب⁴.

2- **صكوك الاستصناع:** تعرف على أنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة معينة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك"⁵.

يصدر هذه الصكوك الجانب الراغب في الحصول على المنتج المستصنع أو وكيل أي منها كمنتج موصوف في الذمة، ولا يكون المنتج موجوداً عند التعاقد في هذا النوع من العقود، بل يتم تمويل إنتاجه مسبقاً من خلال قيمة الصكوك، ويقوم المتعاقد بتسليم المنتج النهائي للصانع وفقاً للمواصفات المتفق عليها، وخلال الفترة الزمنية

¹ سورة البقرة، الآية 484.

² أخرجه البخاري (2240)، ومسلم (1604).

³ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص25.

⁴ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص35.

⁵ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص289.

المحددة، وتحدد الإشارة أنه يمكن للطرفين الاتفاق على طرق دفع أخرى مثل الأقساط، ويصبح بذلك حاملو الصكوك هم الملاك الشرعي للمنتج النهائي.

3- المشروعية: جاز الاستصناع استحساناً؛ لإجماع الناس عليه؛ لأنهم يتعاملون فيه في سائر الأعصار من غير تكبير. قول الله سبحانه وتعالى: ﴿ قَالُوا يَا ذَا الْقُرْنَيْنِ إِنَّ يَأْجُوجَ وَمَأْجُوجَ مُفْسِدُونَ فِي الْأَرْضِ فَهَلْ نَجْعَلُ لَكَ خَرْجًا عَلَى أَنْ تَجْعَلَ بَيْنَنَا وَبَيْنَهُمْ سَدًّا ﴾¹.

وفي حديث سهل بن سعد رضي الله عنهما، أتى رجالٌ إليه يسألونه عن المنبر، فقال: بَعَثَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ إِلَى قُلَانَةَ، امْرَأَةٍ قَدْ سَمَّاهَا سَهْلًا: أَنْ مُرِّي غُلَامَكَ النَّجَّارَ، يَعْمَلُ لِي أَعْوَادًا، أَجْلِسُ عَلَيْهِمْ إِذَا كَلَّمْتُ النَّاسَ، فَأَمَرْتُهُ يَعْمَلُهَا مِنْ طَرَفَاءِ الْعَابَةِ، ثُمَّ جَاءَ بِهَا، فَأَرْسَلْتُ إِلَى رَسُولِ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ بِهَا، فَأَمَرَ بِهَا فَوُضِعَتْ، فَجَلَسَ عَلَيْهِ².

ثالثاً- صكوك المراجعة

1- المراجعة: هي بيع السلعة بسعر يغطي سعر شرائها مع هامش ربح محدد متفق عليه بين الجانب البائع والشاري³، وهي أيضاً أن يعترف صاحب السلعة المشتري بكم اشتراها ويأخذ منها ربحاً، إما بمبلغ مقطوع، أو نسبة عشرية⁴، وهو أحد بيوع الأمانة*.

2- صكوك المراجعة: تعرف على أنها: "عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك"⁵.

وقد طرح فكرة صكوك المراجعة، الدكتور "سامي حمود" لأول مرة، وذلك في ندوة البركة الثانية، التي عقدت في تونس عام 1984م، وقال: "وقد كان بيع المراجعة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية، باعتبار أن بيع المراجعة بعد أن يتم يمكن فيه تماماً معرفة الربح، وموعد تحققه، ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باق من الأيام، وإذا كانت الديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلاً بمثل، فإن هذه الديون إذا كانت جزء من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع، وقد كانت هذه الفكرة متمثلة في إنشاء شركة

¹ سورة الكهف، الآية 94.

² أخرجه البخاري (2094)، ومسلم (544).

³ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 37.

⁴ آمال عبد الوهاب عمري، مرجع سابق، ص 176.

* بيوع الأمانة: هي التي يحدد فيها البائع الثمن بمثل رأس المال وزيادة (ويسمى بيع المراجعة) أو أقل (ويسمى بيع الوضعية).

⁵ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص 289.

تابعة لبنك البركة الإسلامي في البحرين، تكون متخصصة في تمويل المراجعة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء، وفق أسعار معلنة مقدما، على أساس محسوب، تبعا للعمليات المنفذة والأرباح المستحقة في بيع المراجعة القائمة، وذلك باعتبار أن السهم في الشركة التابعة يمثل جزءا شائعا في موجودات الشركة بكاملها¹.

كما يمكن للمصرف من خلال صك المراجعة، أن يقوم بالعديد من الأنشطة مثل:

- توفير احتياجات بعض القطاعات الإنتاجية، منها قطاع التجارة - سواء الداخلية أو الخارجية - بالإضافة إلى القطاعات الإنتاجية، من سلع وسيطة ونهائية، ومواد خام، لتجار الجملة، أو التجزئة، أو المستهلكين، وذلك عن طريق شراء السلع، وإعادة بيعها بالمراجعة.
- تمويل تجارة الصادرات والواردات.

3- المشروعية: قال الله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا...﴾².

وإجازة رسول الله ﷺ بيع السلعة بأكثر من رأس المال في قوله: "فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"³.

4- الخصائص والمميزات:

- ذات مخاطر محدودة بالنسبة للمستثمرين، لوجود تدفقات نقدية يمكن توقعها بدرجة معقولة من الدقة⁴.
- نظام سداد مرن؛ يتيح تحديد فترة السداد وفقا للاحتياج⁵.
- إمكانية تحديد حصة الأرباح بشكل واضح عند إبرام العقد.
- عدم إمكانية تداولها لتحويلها إلى مسألة بيع الديون؛ فهي تمثل أصولا مالية (ذمم مدينة)⁶.

المطلب الثالث: الصكوك القائمة على عقود أخرى

تنقسم الصكوك الإسلامية حسب عقود أخرى واسعة الانتشار إلى الصيغ التالية:

¹ سامي حسن حمود، تطبيقات بيع المراجعة للآمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي، مع اختبار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، بحث مقدم إلى ندوة عن خطة استراتيجية الاستثمار في البنوك الإسلامية، عمان، الأردن، 1987م، ص 348.

² سورة البقرة، الآية 275.

³ أخرجه مسلم (1587).

⁴ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي، العدد الرابع عشر، أبو ظبي، الإمارات، 2022م، ص 99.

⁵ سعود بن ملوح العنزي، محمود علي السراطوي، مرجع سابق، ص 221.

⁶ عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص 99.

أولاً- صكوك الوكالة بالاستثمار

- 1- الوكالة: "إنابة الإنسان غيره فيما يقبل النيابة"¹.
- 2- تعريف صكوك الوكالة بالاستثمار: وتعرف صكوك الوكالة بالاستثمار على أنها: "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار، بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها"²، وتصدر هذه الصكوك بهدف جمع الأموال لاستثمارها في مشروع محدد، وتقوم الجهة المصدرة للصكوك، وتولى المصدر إدارة هذه الأموال نيابة عن المستثمرين، مقابل أجر متفق عليه، ويسعى المستثمرون من خلال شراء هذه الصكوك لتحقيق أرباح³، تتضمن نشرة إصدار الصكوك طبيعة المشروع ومدته، والصلاحيات الممنوحة للوكيل، والأجور المستحقة له⁴.

وتختلف هذه الصكوك عن صكوك المضاربة، في أن الوكيل قد يحصل على أجر محدد ثابت مقابل إدارته للمشروع، بدون أن يكون له حصة من الربح، وقد يحدد في بعض الحالات مع الأجر الثابت حصة من الربح، تشجيعاً له على تعظيم الأرباح من المشروع.

- 3- المشروعية: أجمع الفقهاء على مشروعية الوكالة، وأنها مما كانت في الجاهلية فأقرها الإسلام⁵، واستدلوا بذلك، بقوله تعالى على لسان بعض أصحاب الكهف: ﴿فَابْعَثُوا أَحَدَكُمْ بِوَرِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ فَلْيَنْظُرْ أَيُّهَا أَزْكَى طَعَامًا فَلْيَأْتِكُمْ بِرِزْقٍ مِنْهُ وَلْيَتَلَطَّفْ وَلَا يُشْعِرَنَّ بِكُمْ أَحَدًا﴾⁶.

ثانياً- صكوك الإجارة

- 1- الإجارة: هي عقد يؤجر فيه المؤجر معدات أو أصول إلى المستأجر، على مبلغ يتفقان عليه، وعلى مدة معينة، وتبقى ملكية العين المستأجرة لصاحبها⁷.
- 2- تعريف صكوك الإجارة: تعد من أكثر أنواع الصكوك شيوعاً واستخداماً؛ حيث يمكن توصيفها بأنها عملية توريق لصيغة التأجير التمويلي؛ حيث يقوم مالك الأصل ببيعه في هذه الحالة لحملة الصكوك وليس لشركة التأجير

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 21)، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010م، ص 326.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 17)، مرجع سابق، ص 290.

³ حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سابق، ص 7.

⁴ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 46.

⁵ أبي بكر محمد ابن ابراهيم ابن المنذر، الإجماع، الطبعة الثانية، مكتبة الفرقان، مكتبة مكة الثقافية، الإمارات، 1999م، ص 183.

⁶ سورة الكهف، الآية 19.

⁷ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 24.

التمويلي، وإعادة استئجاره بقيمة إيجارية محددة تمثل العائد على الصك، وهنا يحل حملة الصكوك محل شركة التأجير التمويلي¹.

- هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية "صكوك" قابلة للتداول في الأسواق الثانوية².

- "هي أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تخوّل مالكيها حقوقاً، وتحمل مسؤوليات بمقدار ملكيته"³. ويتضح من التعريف أن صكوك الإجارة أوراق مالية أقرب إلى الأسهم العادية؛ ولكنها تختلف عنها بأنها محددة بمدة أقصر نسبياً؛ كما يؤكد التعريف على أن ملكية حامل الصك لحصة مشاعة من منافع أو أعيان مؤجرة إنما الهدف منه هو الحصول على عوائد ناتجة عن هذا الحق. وإنما كما تخول صاحبها الحصول على أرباح، فإنها تلقي على كاهله ما قد يترتب على هذه الملكية من مسؤوليات وواجبات (العُثم بالغُرم)⁴.

3- المشروعية: أجمعت الأمة على جواز الإجارة منذ عصر الصحابة وإلى الآن، ونستدل من القرآن الكريم قوله تعالى: ﴿فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أُجُورَهُنَّ﴾⁵، كما ورد في السنة النبوية عن ابن عباس رضي الله عنه قال: احتجم النبي ﷺ وأعطى الحجام أجره، ولو علم كراهية لم يعطه⁶.

¹ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص24.

² قرار رقم (137)، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الخامسة عشرة، 2004م، ص 309-310.

³ حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص2.

⁴ عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة، بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية (مشروع رقم 06-12)، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، 2013م، ص8.

⁵ سورة القصص، الآية 41.

⁶ حديث رقم 2159، صحيح البخاري، ج2، ص796.

4- أنواعها: تنقسم إلى عدة أنواع:

أ- صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير (صكوك ملكية الأصول المؤجرة):

- هي وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، ولا تقبل التجزئة، ويمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو موعود باستئجارها، مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثائق، ويرتب عليهم مسؤولياتها¹.

- وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يصدرها مالك عين مؤجرة، أو موعود باستئجارها، أو وسيط مالي، ينوب عنه لغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

وعلى سبيل المثال، يمكن أن تكون هناك بناية مؤجرة ويكون دخلها الشهري أو السنوي هو عائد حملة الصكوك الذين يعتبرون شركاء في ملكية البناية، وبالإضافة إلى عائد الإيجار فإن حامل الصك يمكنه بيع الصك.

ب- صكوك ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة التأجير (صكوك ملكية المنافع): وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يصدرها مالك منفعة عين موجودة؛ لغرض تأجير تلك العين أو إعادة تأجيرها واستيفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك، وهي نوعان²:

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة.

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة.

ت- صكوك إجارة الخدمات (صكوك الحقوق المعنوية): وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لغرض تقديم الخدمة من مصدر معين، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك. وهي نوعان³:

- صكوك ملكية الخدمات من جانب معين.

- صكوك ملكية الخدمات من جانب موصوف في الذمة.

¹ قرار رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة، منظمة التعاون الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الخامسة عشرة، 11 مارس 2004م، متاح على الرابط: <https://iifa-aifi.org/ar/2148.html>، تاريخ الاسترداد: 25 جويلية 2023م.

² نفس المرجع.

³ منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ص 63، 72، نزيه حماد، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني، جدة، السعودية، ص 5.

ثالثاً- الصكوك الهجينة (المركبة)

هي الصكوك التي تجمع بين اثنين أو أكثر من عقود التمويل الإسلامي في هيكلتها، كأن تصدر صكوك استصناع وإجارة، أو صكوك المراجعة والإجارة¹، وتعتبر الصكوك المركبة من المراجعة والمضاربة، منتجا منخفض المخاطر، وذا مردود اقتصادي جيد؛ كون عقود المراجعة تحمي رأس المال، وعقود المضاربة تدر الأرباح، بالإضافة إلى المراجعة أيضاً²، كما تسهل الصكوك المركبة عملية تداول صكوك المراجعة بالبيع والشراء، فمن المعلوم أن صكوك المراجعة لا يمكن تداولها بسبب الديون التي تمثلها³.

رابعاً- صكوك الصناديق والمخافض الاستثمارية

تُصدر هذه الصكوك على أساس تأسيس صندوق أو محفظة استثمارية مستقلة، تتوافق مع الأحكام الشرعية، ويتم تمويل هذا الصندوق بأصول حقيقية تشمل الأعيان والمنافع والنقود وحقوق مالية، حيث لا تقل قيمة الأعيان والمنافع عن 100%، أو لا تقل عن الثلثين (67 %) عند إنشائها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة⁴.

خامساً - الصكوك الاجتماعية

هي الصكوك التي تصدرها الجهات المختلفة، سواء الحكومية أو غير الحكومية، وتكون غير هادفة للربح، ولكن تهدف إلى تحقيق البعد الاجتماعي للمجتمع المسلم، ومن أبرز هذه الصكوك: صكوك الوقف، صكوك الصدقة الجارية، صكوك التكافل الاجتماعي⁵.

1- الصكوك الوقفية: هي نوع من الصكوك الاجتماعية، وتمثل وثائق متساوية القيمة، تنتج عن تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد، تُوثَّقها حجج وقفية نمطية، يُحدّد مضمونها في نشرة الإصدار، ويتم استدعاء

¹ International Islamic Financial Market, **Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market**, op cit, p. 116.

² معاذ بن عبد العزيز عبد الكريم السديس، الصكوك المركبة من المراجعة والمضاربة، دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، رسالة ماجستير، قسم الفقه المقارن، المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، 2014م، ص57.

³ فيصل الشمري، مسائل فقهية في الصكوك عرض وتقييم، دعم لبرامج البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم: 11-05، 2016م، متاح على الرابط:

<https://books.google.dz/books?id=X8CMCwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=fr#v=onepage&q&f=false>، تاريخ الاسترداد: 02 جويلية 2023م.

⁴ قانون رقم: 2013/10، بشأن إصدار الصكوك، معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات، 2013م، ص6، الجريدة الرسمية، العدد 18 مكرر (ب)، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، رئاسة الجمهورية، مصر، 07 ماي 2013م، ص14.

⁵ سامي يوسف محمد كمال، مرجع سابق، ص89.

المحسنين للاكتتاب بها، ويقصد بالاكتتاب هنا، أن يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرر به في وجه من وجوه البر الذي تحدده نشرة الاكتتاب، وذلك عن طريق تعيين عدد الصكوك الوقفية الخيرية، التي يرغب التبرر بها، ويمكن أن يكون الأصل الوقفي مُغَلّ لمنفعة مجانية كالمساجد والمستشفيات¹.

2 - صكوك القرض الحسن: فلا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما تستخدم لتمويل حاجات عامة، وتُصدر إما من قبل الحكومة أو البنك المركزي، بهدف تشجيع الأفراد على المشاركة في الأعمال الخيرية، ويمكن لهذه الصكوك أن تباع للبنوك التجارية التي تقوم بدورها بتخصيص مواردها لتقديم القروض الحسنة، والجدير بالذكر أن هذا النوع لا يحمل عائداً مادياً، حيث إن أي زيادة عن قيمة القرض الأصلي تعتبر رباً، ويتحمل المصدر الأصلي للصكوك مسؤولية ضمان قيمتها عند الاستحقاق، فهي لم توجد لغرض الاستئناء، وهكذا تتسع أغراض الصكوك لتشمل الأغراض الاجتماعية والتكافلية بجانب هدف الحصول على الربح².

المطلب الرابع: تصنيفات أخرى للصكوك

هناك تصنيفات أخرى للصكوك، نوجزها في الصيغ التالية:

أولاً- الصكوك القائمة على الجهة المصدرة

تنقسم الصكوك الإسلامية حسب الجهة المصدرة إلى صكوك حكومية (سيادية)، وصكوك شبه سيادية، وصكوك الشركات، وصكوك المصارف، وإن كان هناك البعض الذي يصنفها إلى قسمين فقط، وهما: الصكوك الحكومية والصكوك الخاصة، بغض النظر عن طبيعة الهيئة التي قامت بالإصدار سواء شركة أو مصرف. مع أن التقارير الخاصة بالصكوك تصنفها إلى ثلاثة أنواع فقط، وهي: الصكوك السيادية، الصكوك شبه السيادية، وصكوك الشركات³.

1- الصكوك السيادية والصكوك الحكومية: هي الصكوك التي تقوم الحكومات أو إحدى المؤسسات التابعة لها بإصدارها كالوزارات، أو السيادية التي تصدرها التي تصدرها الدولة نفسها (الخزانة العامة)، من أجل المشاركة في تمويل أحد المشروعات أو القطاعات داخل الدولة، وفقاً لأحد الصيغ الإسلامية المتعارف عليها⁴، وهناك من يفرق

¹ عبد الجبار حمد عبيد السبهي، وقف الصكوك وصكوك الوقف، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 28، العدد 3، السعودية، أكتوبر 2015م، ص 91.

² نفس المرجع، ص 10.

³ عبد الحق العيفة، تقييم صناعة الصكوك الإسلامية، دراسة مقارنة على مجموعة من الصكوك الإسلامية بين 2001 و 2016، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، الجزائر، 2017م-2018م، ص 55.

⁴ سامي يوسف مُحمَّد كمال، مرجع سابق، ص 89.

بين الصكوك السيادية والصكوك الحكومية، بحيث أن الصكوك السيادية هي الصكوك التي تصدرها حكومة وطنية بالعملة الصعبة، أما الصكوك الحكومية، فهي التي تصدرها بالعملة المحلية¹؛ أي أن سبب الاختلاف هو العملة التي تصدر بها الصكوك فقط².

2- الصكوك شبه سيادية: وهي تشبه الصكوك السيادية، بحيث يصدرها أحد الكيانات التابعة للقطاع العام، وقد تحمل ضمانات حكومية أيضاً³، كأن يصدرها مثلاً بنك إسلامي ما، أو شركة ما يعود الجزء الأكبر من ملكيتها للحكومة⁴.

3- صكوك الشركات: هذا النوع من الصكوك تقوم الشركات بإصداره سواء كانت حكومية أو شركات خاصة، والغرض منها توفير الموارد المالية، لتمويل احتياجات رأس المال الثابت ورأس المال العامل*، وهي تتنوع بين صكوك المشاركة في الربح والخسارة، وصكوك المضاربة المطلقة والمقيدة.. الخ، وبالنسبة للصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة، فيحدد غرضها في توفير الموارد المالية لتمويل احتياجات رأس المال الثابت ورأس المال العامل⁵.

ثانياً- الصكوك القائمة على اعتبار المدة الزمنية

على هذا الاعتبار، فإن الصكوك الإسلامية تنقسم إلى قسمين؛ القسم الأول هو الذي يحدد أجل الصكوك بين القصير والمتوسط والطويل، أما القسم الثاني فهو الذي يحدد طبيعة المدة الزمنية للصكوك؛ هل هي محددة المدة المتناقصة والمتزايدة، أو غير محددة المدة⁶.

ثالثاً- الصكوك القائمة على التحويل أو التبديل إلى أسهم

تم استحداث نوع جديد من الصكوك الإسلامية، إضافة إلى ميزة جديدة، وهي قابلية التحويل إلى أسهم، أو قابلية استبدالها إلى أسهم.

¹ International Islamic Financial Market, **Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market**, 4th Edition, Manama, BAHRAIN, November 2014, p. 116.

² عبد الحق العيفة، مرجع سابق، ص56.

³ International Islamic Financial Market, **Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market**, op cit, p. 116.

⁴ عبد الحق العيفة، مرجع سابق، ص56.

* رأس المال الثابت: يمثل السلع التي لا يتغير شكلها المادي بدرجة محسوسة في غمرة قيامها بالخدمات، مثل المباني،.. الخ

رأس المال العامل: عبارة عن الأصول السائلة أو شبه السائلة، كالحسابات النقدية بالبنوك، والديون، وأوراق القبض، ناقصا الالتزامات الجارية.

⁵ عبد الحق العيفة، مرجع سابق، ص57.

⁶ عبد الحق العيفة، مرجع سابق، ص51.

1- الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم: هي صكوك ذات أجل معلوم، مع إعطاء حاملها حق الخيار باسترداد قيمتها، أو بتحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المصدرة للصكوك، على أساس سعر تحويلي، يحدد في العادة في نشرة الإصدار، وفي الغالب يكون صاحب الصك مخيرًا بين استيفاء قيمة الصك وبين امتلاك أسهم في الشركة المصدرة¹.

2- الصكوك القابلة للتبديل بأسهم: هي صكوك ذات أجل معلوم، تعطي حاملها حق الخيار بين استرداد قيمتها أو بتحويلها إلى أسهم في رأس مال شركة أخرى، غير الشركة المصدرة للصكوك، وذلك على أساس سعر تحويلي/تبديلي، يحدد في العادة في نشرة إصدار الصكوك. ومن أمثلة الصكوك القابلة للتبديل بأسهم، صكوك صندوق الثروة السيادي "خزانه" في ماليزيا²، ومن بين ما يشترط في كلا النوعين السابقين، بيان معدل التحويل أو التبديل، وهو عدد الأسهم التي تقابل كل صك، إلى جانب تاريخ التبديل أو التحويل³.

المبحث الثالث: آليات إصدار ومخاطر الصكوك الإسلامية

الصكوك الإسلامية تُصدّر وفق آليات ومراحل، ويتعرض حاملوها لمخاطر متنوعة، حسب الصيغة التي تصدر بها، وهذه المخاطر تتطور باستمرار، مما يتطلب العمل المستمر واليقظة في إدارة هذه المخاطر، وإيجاد وسائل تتناسب والمخاطر الحاصلة، وفي ما يلي، ندرج آليات الإصدار، والمخاطر التي تتعرض لها الصكوك، وآليات إدارة هذه المخاطر بالإجراءات المناسبة.

المطلب الأول: آليات إصدار الصكوك الإسلامية

تتطلب عملية إصدار الصكوك الإسلامية اتباع خطوات تنظيمية وإجرائية دقيقة، تبدأ بما يُعرف بـ "تنظيم الإصدار" أو "ترتيب الإصدار"، حيث يتم وضع الأسس والخطط اللازمة لإنجاح عملية الإصدار⁴، في حين لا تخضع الخطوات المتبعة فيها لترتيب زمني ثابت، وقد يتم تنفيذ بعض الخطوات قبل الأخرى، وقد يتم اختيار بعض الخيارات البديلة دون التأثير على صحة العملية بشكل عام⁵، ولكن الوضع الطبيعي أن تقع على النحو التالي:

¹ حامد بن حسن بن مُجّد على ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ورقة مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، السعودية، 24-26 ماي 2010م، ص 170.

² حامد بن حسن بن مُجّد على ميرة، مرجع سابق، ص 170.

³ خالد بن سعود بن عبد الله الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك، إصدارات المجموعة الشرعية (13) لمصرف الراجحي، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيلية، الرياض، السعودية، 2013م، ص 514.

⁴ أشرف مُجّد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 63.

⁵ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، قرارات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية، الجزء الثالث، جدة، السعودية، 2002م، ص 87.

- 1- وضع تصور واضح لكيفية استثمار الأموال، وإجراء دراسات قانونية وإجرائية متكاملة، ودراسة جدوى اقتصادية شاملة، مع توثيق كافة هذه المعلومات في نشرة الاكتتاب، فضلا عن وضع نظام شامل، يحدد بدقة حقوق ومسؤوليات جميع الأطراف المعنية بعملية إصدار الصكوك (الجهات المصدرة، والمستثمرون، والوسطاء)¹.
- 2- تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص: يتم تمثيل مالكي الصكوك (المستثمرين) من خلال تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص، وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بما يلي²:
 - أ- شراء الموجودات التي ستغطي الصكوك المصدرة، أي تحويل الموجودات المراد تصكيكها إلى الشركة ذات الغرض الخاص، وبالتالي انتقال الذمة إليها، وذلك عن طريق البيع، لتجنب الصورية في الموضوع.
 - ب- الالتزام بسداد قيمة الموجودات للمنشأة بمبلغ أقل من القيمة الأصلية لها، وإصدار الصكوك بالقيمة الكاملة للأصل وكسب الفرق.
 - ت- خدمة وضمان مستحقات مالكي الصكوك المالية.
- 3- يتم طرح الصكوك للاكتتاب العام؛ بهدف جمع الأموال اللازمة لشراء الأصول التي تمثل قيمة هذه الصكوك³.
- 4- تسويق الصكوك: وهو إما أن يتم بالطرح مباشرة إلى الجمهور، أو يتم طرحها للاكتتاب عن طريق بيعها أولاً إلى بنك أو مجموعة بنوك، والتي تقوم بدورها بتسويقها وبيعها للمستثمرين النهائيين⁴.
- 5- التعهد بتغطية الاكتتاب: تسعى الجهة المصدرة للصكوك، إلى تأمين تغطية كاملة للإصدار، من قبل مؤسسة مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد؛ الذي يتطلب منها توفير السيولة، وتستهدف منه الحصول على نصيب من الربح؛ حيث يباع لها بسعر أقل من القيمة الاسمية، لتحقيق ربح للجهة المتعهددة بالتغطية، وبعد التملك من تلك الجهة، تقوم بتوكيل الجهة المنشأة للإصدار بالبيع والتسويق⁵. وبصيغة أخرى، تلقي تعهد بتنظيم الاكتتاب فيما يبقى من الصكوك، يتقدم به متعهد تغطية الإصدار، حيث يلتزم بشراء ما لم يكتب فيه وبيعه تدريجياً، أو يحتفظ به كلياً أو جزئياً، ثم يتم شراء المستثمرين الآخرين للصكوك من المستثمرين الرئيسيين كلياً أو جزئياً⁶.

¹ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 44.

² عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مرجع سابق، ص 87.

³ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 51.

⁴ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 65.

⁵ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مرجع سابق، ص 91.

⁶ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 65.

المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

المستثمر يقصد من العملية الاستثمارية تعظيم الأرباح وتحقيق مكاسب عالية، وفي سبيل سعيه لتحقيق معدلات عالية من الأرباح من خلال العملية الاستثمارية؛ فإنه لابد أن يقابل هذا السعي استعداده لتحمل الخسارة بنفس المستوى أو ما يقابله، فالعلاقة -إذن- بين العائد والمخاطر علاقة طردية¹.

أولاً- مفهوم مخاطر الصكوك الإسلامية

باتت المخاطر محور القرارات الاستثمارية والدراسات الاقتصادية، وقد ازدادت أهميتها في الفترة الراهنة للتقلبات الشديدة التي تطرأ على الأسواق². ونظراً لآليات إصدار الصكوك القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية³، ومع أهمية تحديد المخاطر في قرارات الاستثمار -باعتباره أحد متغيري القرار الاستثماري- إلا أننا نجد اختلافات واسعة في تعريفها، ففي الوقت الذي يعرف البعض المخاطر بعدم التأكد في عائدات الاستثمار⁴.

ثانياً- أنواع مخاطر الاستثمار في الصكوك الإسلامية

مخاطر الاستثمار هي المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات بمختلف أنواعها، وهذه المخاطر متعددة، تختلف الاقتصاديون في تصنيفها وتقسيمها، ولكن تقسيم أغلب الاقتصاديين هو كالتالي: مخاطر منتظمة، وأخرى غير منتظمة، ويندرج تحت كل نوع، أنواعاً فرعية:

1- المخاطر المنتظمة (المخاطر الكلية)⁵: تشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية (Total Risk) الذي يمثل مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع (Undiversifiable)⁶، وهي المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام، لذا يطلق عليها تجاوزاً مخاطر السوق (Market Risk)⁷، وتطال جميع الصكوك الاستثمارية، بمختلف أنواعها،

¹ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، تحت عنوان إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف، معهد الدراسات المصرفية، عمان الأردن، أكتوبر 2012م، ص6.

² هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003م، ص253.

³ فارس محمد زناطي، الصكوك الإسلامية: الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014م، ص81.

⁴ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002م، ص78.

⁵ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999م، ص318.

⁶ فارس محمد زناطي، مرجع سابق، ص80.

⁷ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص256.

وقد تكون هذه المخاطر ناجمة عن ظروف اقتصادية، كتقلبات الأسعار في الأسواق، والركود الاقتصادي، أو عن أحداث سياسية، كالحروب وتحول الأنظمة، أو عوامل بيئية كالحوادث البيئية، وأبرزها:

أ- **المخاطر السياسية:** هي المخاطر التي يكون مصدرها من الدولة، وهذه المخاطر مخاطر سياسية، ولكنها تطل الاقتصاد عبر السياسات الاقتصادية، التي تنتهجها الدولة، ويجب وضعها في عين الاعتبار، عند دراسة المشروعات الاستثمارية، وتسمى أيضا بالمخاطر السيادية، لأنه يصعب ملاحقة الدولة قضائيا، لما تتمتع به من سيادة¹.

ب- **المخاطر البيئية:** وتعرض جميع الصكوك الاستثمارية لهذا النوع من المخاطر، إلا أن أشد الصكوك تعرضا لها، هي تلك التي تعتمد أصولها على البيئة في النمو، كالصكوك المصدرة لتمويل مشروعات زراعية، على أساس صيغ المزارعة، والمساقاة، والمغارسة؛ لأنها شديدة التأثير بالعوامل البيئية، إلا أن هذا الارتباط بين البيئة وهذه الصيغ بدأ يتقلص، بسبب الوسائل الحديثة التي باتت تعتمد عليها الزراعة².

ت- **المخاطر الرقمية:**³ إن المشروعات الاستثمارية تعتمد في التحويلات والتخزينات المالية، على الأنظمة الرقمية، باستخدام الحواسيب الآلية، وشبكات المعلومات، وبات يتهدد هذه الوسائل كثيرا من المخاطر، وتنجم هذه المخاطر عن الاستخدام غير القانوني للتكنولوجيا، مما يؤدي إلى السرقة والاحتيال والتلاعب بالبيانات المالية، من خلال القرصنة الإلكترونية، كما تنجم المخاطر الإلكترونية عن تعرض أجهزة المؤسسة إلى هجوم رقمي بالفيروسات، وهذه المخاطر قد تلحق بالمشروع خسائر فادحة، وبناء على ما سبق، يمكن تصنيف المخاطر الرقمية التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية إلى ثلاثة أصناف⁴:

- مخاطر الاستخدام غير القانوني للتكنولوجيا.

- مخاطر الهجوم الإلكتروني.

- تعرض قواعد البيانات لأعطال فنية.

ث- **مخاطر السوق وسعر الصرف:** إن مخاطر السوق تعتبر من أخطر التحديات التي تواجه النشاط الاستثماري، وذلك للتقلبات التي تسجل يوميا، أو أسبوعيا، أو شهريا، في الأسعار بشكل عام، والأوراق المالية (الصكوك

¹ عمر حامد الحرازي، مرجع سابق، ص 6.

² نفس المرجع، ص 104.

³ محمد سامي الشوا، الجرائم التي استحدثتها المعلوماتية للتعدّي على الذمة المالية للغير، الجزء الثالث، مؤتمر الأعمال المصرفية الإلكترونية بين الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، دبي، الإمارات، ماي 2003م، ص 1095.

⁴ عبد المطلب ممدوح عبد الحميد، نموذج مقترح لقواعد اعتماد الدليل الرقمي للإثبات في الجرائم عبر الكمبيوتر، الجزء الخامس، مؤتمر الأعمال المصرفية الإلكترونية بين الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، دبي، الإمارات، ماي 2003م، ص 2237.

الاستثمارية) بخاصة في مختلف الأسواق المالية المحلية والدولية، وهي كفيلة -إذا لم يحسن التصرف معها- بتهديد المشروعات الاستثمارية، وتنشأ مخاطر السوق نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية، التي تطرأ على السوق المالية، وأسواق السلع والخدمات، لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة، أو في دول أخرى، تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة، وبعد أن بات العالم حلقة واحدة يجري أي تغير في بقعة ما على بقية البقاع¹.

2- المخاطر غير المنتظمة (المخاطر الخاصة)²: وتشير إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة (Company Specific Risk)³.

أ- مخاطر الائتمان: والائتمان أحد شقّي التعامل الاقتصادي؛ وهو بالمفهوم السابق كله خطر، إذا كانت مخاطر الائتمان من أكثر المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية، وخصوصاً تلك التي تستخدم مواردها في منح قروض، أو تتعامل بمدفوعات آجلة، ويقصد بمخاطر الائتمان المخاطر التي تنجم عن عدم قدرة الملتزم على الوفاء بالتزاماته الائتمانية، أو بسبب المماطلة، ويترتب على هذه المخاطر خسائر كبيرة، قد تؤدي إلى امتصاص حقوق الملكية، مما يسبب في ضعف قدرة المؤسسة المالية على المنافسة، أو حتى النمو، وقد يؤدي إلى إفلاس المشروع.

ب- مخاطر سوء إدارة المشروع، والمحفظة الاستثمارية، وسوء الأخلاق: إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية بمختلف أنواعها، معرضة بشكل عام لمخاطر سوء الإدارة والأخلاق، ولا تختلف طبيعة تعرض هذه الصكوك لهذا النوع من المخاطر، بخلاف مخاطر السوق، ومخاطر الائتمان مثلاً، التي تختلف طبيعتها باختلاف أنواع الصكوك، كما أن القيام بالأنشطة الاستثمارية تستدعي إدارة، ولا بد من أن تكون الإدارة على مستوى طموح حملة الصكوك، لأن سوء الإدارة ينعكس على المشروع برمته سلماً، وهو ما يعرف بمخاطر الإدارة (Mangement Risk)، وتسمى أيضاً بالمخاطر الفنية (Technical Risk)، تنتج عن اتخاذ قرارات مالية واستثمارية خاطئة⁴.

فمخاطر الإدارة -إذن- هي تلك المتصلة باتخاذ مدير الاستثمار قراراً مالياً أو استثمارياً، يخالف ما تكون عليه الحالة الفنية للسوق، أو السلعة، أو العملة، وذلك بشراء السلعة أو بيعها بسعر أعلى أو أدنى، مما يمكن أن يكون عليه السعر الحقيقي، لأسباب فنية إدارية بحثه، الأمر الذي يصعب معه توقع أرباح مناسبة، برغم ما توصي

¹ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 93.

² ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 318.

³ فارس محمد زناقي، مرجع سابق، ص 80-97.

⁴ نفس المرجع، ص 97.

به وتشير إليه جهود التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)؛ التي تهتم بتفسير العلاقة بين الطلب والعرض، وأسباب تحرك الأسعار في الظروف العادية، وبالتالي بيان المستوى السعري المناسب أو المتوقع¹.

ت- مخاطر الأصول الاستثمارية²: قد تتعرض الصكوك الاستثمارية، إلى مخاطر الأصول، ليس فقط بهلاكها، وإنما بتصفية المشروع نتيجة للخسائر التي يمتد بها، مما يؤدي بها إلى تصفية أصوله³، وبهذا تفقد الصكوك - المصدرة لتمويل المشروع - قيمتها⁴، والصكوك الاستثمارية الإسلامية كلها تتعرض لمخاطر الأصول، فمثلا صكوك الإجارة تتعرض لهكذا مخاطر، إذا تعرض الأصل المؤجر للهلاك، أو التصفية، لسداد التزامات مالية⁵، فإذا كانت العين المؤجرة طائفة وتخطمت مثلاً، أو سفينة فغرقت، يعني تعرض صكوك الإجارة -التي تتمثل عائداتها فيما تدره الطائفة أو السفينة من أرباح- لمخاطر الأصول، وقس على ذلك صكوك المضاربة، بما يلحق بموجودات مشروع المضاربة.

ثالثاً- مخاطر الاستثمار الإسلامي

وهي المخاطر التي تتعرض لها صيغ التمويل الإسلامية؛ وتتمثل في مخالفة المعايير الشرعية في النشاط الاستثماري، وطبيعة صيغ التمويل التي تصدر على أساسها الصكوك الاستثمارية الإسلامية⁶.

1- مخاطر مخالفة القواعد المالية الإسلامية: يمكن عرض جملة من المخالفات التي يمكن أن تحدث في الأنشطة الاستثمارية بشكل عام، والصكوك الاستثمارية بشكل خاص، والمخاطر المترتبة عليها، ومن المخالفات التي يمكن أن تحصل في الصكوك الاستثمارية الإسلامية هو ارتكاب محاذير شرعية في العملية الاستثمارية؛ حيث أن الاستثمار في الإسلام كسائر المعاملات، لا يخلو من ضوابط شرعية وقيود أخلاقية، منبعها التعاليم الربانية، وهذه

¹ أسعد رياض، مرجع سابق، ص26.

² عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص15.

³ بيان بسلام حسن مبارك، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة البكالوريوس في المصارف الإسلامية، كلية الشريعة-قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن، 2018م، ص32.

⁴ بزاز حليلة، إدارة مخاطر الاستثمار الوقفي كضرورة لتفعيل دوره التنموي، بحث مقدم إلى الملتقى الوطني: الوقف في الجزائر، واقع وآفاق، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 22 نوفمبر 2022م، ص14.

⁵ عز الدين بن زغبة، المخاطر في الصكوك الإسلامية، متاح على الرابط: <https://www.aliqtisadalislami.net>، تاريخ الاسترداد: 08 أوت 2023م.

⁶ معمر حمودي، رشيد يوسف، صكوك التمويل الإسلامي كآلية للتمويل وإدارة المخاطر في العملية التمويلية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد السابع عشرة، العدد السادس والعشرون، الجزائر، 2021م، ص276.

الضوابط والقيود، من شأنها ترقية الاستثمار إلى مستوى يحقق فيه المستثمر أهدافه الدنيوية والأخروية، فلا يجوز استثمار حصيلة الصكوك الاستثمارية في تمويل مشاريع محرمة شرعاً¹.

2- مخاطر صيغ التمويل الإسلامية المرتبطة بالتصكيك: تصدر الصكوك الاستثمارية الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، وكل صيغة من هذه الصيغ، تحمل في طياتها أنواعاً من المخاطر، تختلف باختلاف الصيغة والحالة، هكذا أن تتعدى هذه المخاطر إلى صفوف الاستثمار التي صدرت على أساسها، وتنعكس هذه المخاطر على الصكوك، من خلال انخفاض عائداتها في الأسواق المالية، وستعرض فيما يلي إلى المخاطر النوعية لكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامي:

- أ- مخاطر صكوك المضاربة:** يمكن حصر أبرز المخاطر التي تواجه العملية الاستثمارية من قبل المضارب في الآتي:
- عدم امتلاك المضارب الخبرة الكافية في النشاط الاستثماري؛ فالمضارب عندما لا تتوفر لديه الخبرة اللازمة بأساليب وطرق العمل في المشروع، أو المهارات الكافية للتسويق، فإنه يؤدي بالمشروع إلى مخاطر كبيرة تتمثل في انخفاض العائدات، وقد يؤدي إلى انهيار المشروع².
 - خيانة المضارب وعدم التزامه بشروط العقد، ويمكن اعتبار هذه المخاطر من جملة مخاطر سوء الأخلاق؛ التي تأتي من أحد جانبي العقد، وفي عقد المضارب تأتي هذه المعضلة من المضارب، باعتبار أن رأس مال المضاربة مدفوع مسبقاً إليه قبل بدء النشاط الاستثماري³.
 - تجاوز المدة الكلية للتمويل دون إتمام الصفقة؛ ويمكن أن يسبب هذا الخطر عوامل العرض والطلب في السوق، وقد يكون ناجماً عن إدارة المضارب، وعدم خبرته في النشاط الاستثماري⁴.
 - تعرض الأصول الاستثمارية للتلف؛ وتعتبر هذه أشد المخاطر التي تتعرض لها كافة صيغ الاستثمار الإسلامية والتقليدية، نتيجة لعدم اتخاذ التدابير الوقائية اللازمة للوقاية من مسببات هلاك الأصول الاستثمارية، سواء كانت عوامل بيئية أو حوادث طارئة⁵.

¹ معمر حمودي، رشيد يوسف، ص 77.

² عمر حامد الحارزي، مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية تقليلها، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، عمان، الأردن، 2004م، ص 13.

³ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 81.

⁴ نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁵ أحمد العيادي، المتأخرات في المصارف الإسلامية وكيفية معالجتها، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، المملكة الهاشمية الأردنية، 2005م، ص 11.

وتتأثر صكوك المضاربة من خلال انخفاض قيمتها السوقية، نتيجة هذه المخاطر، كما قد تفقد الصكوك قيمتها الاسمية أيضاً، نتيجة لمخاطر أصول المشروع الاستثماري، ومن هنا حظيت فكرة ضمان رأس مال المضاربة أهميتها من قبل جانب ثالث مستقل.

ب- مخاطر صكوك الإجارة: إن الإجارة إذا ما قورنت بالصيغ الأخرى، تعتبر من أقلها خطراً؛ لأن عائداتها تتميز بالاستقرار إلى حد الثبات تقريباً، فهي وإن كانت تتمتع بنسب عالية من الاستقرار، فإنها تتعرض لعدد من المخاطر يمكن حصرها في¹:

- عدم التزام المستأجر بدفع الأقساط الإيجارية: إن المشروع التجاري يعتمد في عائداته على أقساط الإجارة، التي تدفع بشكل دوري منتظم، وتأخر سداد الأقساط من قبل المستأجر، وعدم انتظامه في دفعها، يؤدي إلى زوال الاستقرار الذي تتمتع به صيغ الإجارة، مما يزيد من نسبة المخاطر فيها، ويلحق هذا النوع من المخاطر بمخاطر الائتمان².

- إن نفقات صيانة الأصول المؤجرة بأعيانها أو منافعها، عملية مكلفة وباهظة الثمن، من خلال إصلاح ما يحدث من خلل في الأصل المؤجر، والذي يؤثر في استيفاء المنفعة المقصودة (العائد)³، والمخاطر تكمن في عدم القدرة على التنبؤ الدقيق بنفقات الصيانة، مما يدخل عنصر عدم التأكد في الموضوع؛ وهذا يؤدي إلى صعوبة التنبؤ بالعائد، الذي يعتبر من أهم مميزات الإجارة، فالعائد وإن تم تحديده إجمالاً، فإنه يصعب تحديد الصافي منه؛ لأن العائد في أي خطر من هذه المخاطر، يتعدى إلى الصكوك مباشرة، وتؤثر عليها، من خلال انخفاض القيمة السوقية للصكوك، أو حتى فقدانها لقيمتها الاسمية.

ت- مخاطر صكوك المشاركة: إن صيغة المشاركة من حيث الأساس، تعتبر أساس صيغ التمويل الإسلامية؛ لأن المشاركة في الربح والخسارة من أساسيات التمويل الاستثماري الإسلامي، وهي مساهمة شخصين فأكثر في دفع حصص مالية معينة، باستثمارها في نشاط استثماري معين، وهي التي تعرف بشركات المساهمة، والصكوك الاستثمارية الإسلامية التي تصدر بموجب هذه الصيغة تسمى صكوك المشاركة أو الأسهم⁴.

¹ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص82.

² ياسين سلمي، الإجارة التمويلية والإجارة المنتهية بالتملك - دراسة مقارنة بين العقود التقليدية والإسلامية، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد الثامن، العدد الأول، الجزائر، 2022م، ص261.

³ محمد جبر الألفي، صيانة العين المؤجرة في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني، مجلة جامعة دمشق، المجلد السابع عشر، العدد الثاني، الأردن، 2001م، ص464.

⁴ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص84.

وصيغة المشاركة بالطرح الأخير تكتنف مخاطر، يمكن حصر أبرزها في الآتي¹:

- سوء إدارة المشروع: إن الإدارة تعتبر مهمة جدا في صيغة المشاركة بخاصة، لأن المساهمين يدفعون أموالهم على أن يديروا هم المشروع، أو يوكلوا واحدا منهم لإدارة المشروع، وسوء إدارة المشروع وعدم تفرغ المسؤولين لأعمال المشاركة، ومنح أغلب أوقاتهم واهتماماتهم لأعمال أخرى².
- عوامل العرض والطلب (مخاطر السوق) وتدني الأسعار: صيغة المشاركة معرضه كغيرها من صيغ التمويل الإسلامية والتقليدية، لمخاطر تقلبات الأسعار في السوق، بفعل العرض والطلب، نتيجة لعوامل عدة؛ لأن الشركات تمارس أنشطة تجارية مجالها السوق، وهذه الأنشطة إما أن تكون سلعا أو خدمات، وهذه معرضة لعوامل السوق، التي قد تؤدي إلى انخفاض قيمتها أو تعرضها لتقلبات السوق الشديدة³.
- عدم الالتزام بشروط العقد.
- تجاوز السقف الزمني للمشروع: الخطر يكمن في انتهاء السقف الزمني للمشروع، دون تحقيق العائدات المتوقعة؛ وذلك بحكم عوامل السوق أو لأحد المخاطر التي سبق ذكره.
- تلف الأصول: إن تعرض الأصول لأي تلف، ولأي سبب يعني زوال المشروع بزوال أساسه، ولذلك تعتبر من أشد المخاطر على صيغة المشاركة، كما هو الحال بالنسبة إلى كافة المشاريع الاستثمارية⁴.
- ث- مخاطر صكوك السلم:** نتيجة لطبيعة صيغة السلم، القائم على أساس تعجيل الثمن وتأجيل البضاعة⁵، فإنه ثمة مخاطر في غالبها مخاطر ائتمان تكتنف هذه الصيغة وهي⁶:
- عدم تسليم السلعة وفق المواصفات والمعايير المتفق عليها، وفي التواريخ المحددة⁷.
- عدم تسليم السلعة بالكلية؛ نتيجة لتخلفها في يد البائع، أو عدم التزام البائع بتسليمها لسوء نية، يؤدي إلى انخيار النشاط الاستثماري، وهو من قبيل مخاطر الأصول الاستثمارية، التي سببها مخاطر سوء الأخلاق.

¹ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 84.

² عبد الحميد مدور، آليات مبتكرة لتطوير تطبيق التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد الحادي عشر، العدد الأول، الجزائر، 2020م، ص 205.

³ عمر حامد الحرازي، مرجع سابق، ص 13.

⁴ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 85.

⁵ عمر حامد الحرازي، مرجع سابق، ص 13.

⁶ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 85-86.

⁷ عمر حامد الحرازي، مرجع سابق، ص 13.

- مخاطر تتعلق بالسوق، وتتمثل في انخفاض القيمة السوقية للسلعة بعد تسلمها، فقد يكون سعر السلعة مرتفعاً عند العقد، وتنخفض عند التسليم، أو ينعدم الطلب عليه نهائياً بعد تسلمها¹.

وتتأثر صكوك السلم الصادرة على أساس صيغة السلم، بهذه المخاطر بطبيعة الحال، لأن حامل الصك هو مقدم رأس مال السلم، وعلى أساسه ينتظر تسليم السلعة في التاريخ المحدد، وأن تعرّض بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة، يعني تأثر عائدات الصكوك للانخفاض، باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم².

ج- مخاطر صكوك المراجعة: تعتبر صيغة المراجعة من أهم الصيغ التي تتعامل بها المؤسسات المالية الإسلامية؛ باعتبارها الأكثر أماناً من المخاطر المختلفة، إلا أن هذه الصيغة لا تسلم بطبيعة الحال من المخاطر، وأبرز المخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغة، هي الاختلاف في شرعيتها، ومخاطر الائتمان؛ وتنجم هذه المخاطر عن عدم التزام الجانب الثاني ببند العقد، وعليه يمكن تقسيم هذه المخاطر إلى ثلاثة أقسام³:

- لو تطرقتا لمسألة الإلزام بالوعد، ووفق قرار مجمع الفقه الإسلامي، فإن الوعد يكون ملزماً للعميل في عقد المراجعة، إذا دخل الموعد بسببه في التزام، كما أن ثمة علماء يعتبرون أن الوعد غير ملزم للجانبين، ولا يخفى ما في هذا الاتجاه من خطر يؤدي بالصفقة كلها، لأن العميل له أن يتراجع عن الصفقة، وعدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم - وفق هذا الرأي في أية لحظة، مما يكتبد البائع خسائر فادحة⁴.

- تكمن المخاطر في رفض العميل التوقيع على العقد بعد توفير السلعة، وهذا يلحق ضرراً كبيراً بالمؤسسة.

- تكمن المخاطر في عدم التزام العميل بسداد الأقساط في تواريخها المحددة، وهي من مخاطر الائتمان، ويمكن الحد من هذه المخاطر، من خلال الحصول على هامش الجدية أو العربون، أو الحصول على كفالة جانب ثالث، أو الرهون بمختلف أنواعها، وغيرها من الضمانات، أو التأمين ضد مخاطر عدم السداد، من خلال عقود التأمين

¹ أحمد العيادي، مرجع سابق، ص 12.

² حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 86.

³ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص ص 86-87.

⁴ عز الدين بن زغبية، مرجع سابق.

التكافلي¹، فالأصل في صكوك المراجعة أنها لا تتعرض لمخاطر الائتمان، لأنها تتم وفق أمر بشراء، إلا أن عدم التزام العميل ببند العقد من ملاحظة في السداد، أو نكث بعد التعهد، يؤدي إلى مخاطر الائتمان².

ح- مخاطر صكوك الاستصناع: وتكون المخاطر في صيغة الاستصناع في³:

- عدم صناعة السلعة وفق المواصفات والمعايير المطلوبة، سواء كانت مخالفة لمعايير الجودة، أو للمعايير الخاصة التي طلبها المستصنع.

- عدم القدرة على تسليم السلعة المستصنعة في التاريخ المحدد، وفق بنود العقد، سواء كان لسبب داخل في إدارة الصانع أو خارج عنها⁴.

- خيانة الاستشاري لعملية مراقبة أطوار صناعة السلعة وتقييمها، مما يؤدي إلى تعجيل الأقساط حسب إشارة المستشار، قبل وصول الأصول إلى المرحلة التي يجب فيها تحديد القسط، والمشكلة في هذه الحالة إذا لم يتمكن الصانع من الوصول إلى الدور الذي استلم ثمنه قبل أوانه.

- عدم التزام المستصنع بدفع المبلغ المتفق عليه للصناعة السلعة.

- التقلبات في أسعار المواد الخام اللازمة في صناعة السلع.

- انخفاض قيمة السلعة السوقية بعد تسلمها، مما يؤدي إلى انخفاض عائدات الصكوك، التي تمثل ملكية حصة شائعة في السلع المستصنعة.

إن صكوك الاستصناع تصدر بجمع حصيلة رأس مال الاستصناع، لاستصناع سلعة معينة، وبالتالي فإن صك الاستصناع يمثل حصة شائعة في ملكية السلعة المستصنعة، وأن أي خطر تتعرض له هذه السلعة ينتقل إلى الصك الذي يمثلها، من خلال تناقص القيمة السوقية.

خ- مخاطر صكوك المزارعة، المساقاة، المغارسة: نتيجة لطبيعة هذه الصيغ، فإنها تتعرض لمخاطر أهمها⁵:

¹ أحمد شوقي سليمان، مخاطر الصكوك: دور التعزيزات الائتمانية في الحد من مخاطر الصكوك، مجلة التمويل الإسلامي، العدد الخامس، 2019م، متاح على الرابط: <https://kenanaonline.com/users/ahmed0shawky/posts/1063479>، تاريخ الاسترداد: 08 أوت 2023م.

² نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج كرسي سابك لدراسة الأسواق المالية الإسلامية (المشروع رقم 05-21)، السعودية، 2013م، ص 121.

³ عمر حامد الحارزي، مرجع سابق، ص 14.

⁴ ندين شاهين شاهين، مخاطر صيغ التمويل الإسلامية و أثرها على الربحية- دراسة تطبيقية على البنك الإسلامي الأردني للفترة (2015- 2017)، كلية الشريعة - قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن، 2019م، ص 20.

⁵ نفس المرجع، ص ص 88-89.

- مخاطر بيئية نظراً لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة اتصالاً وثيقاً بالبيئة، فإنها معرضة لكل العوامل البيئية، سواء كانت هذه العوامل نتيجة لسوء الأحوال الجوية، كالأعاصير والأمطار¹ - غزارتها أو شحها - كما تكون نتيجة لآفات تخص النباتات والحشرات، مما يؤدي إلى رداءة المحاصيل الزراعية، أو انعدامها، والذي يسبب خسارة المشروع بكليته².

- زيادة الإنتاج الزراعي من محصول معين، نتيجة لعوامل مثل الظروف المناخية الجيدة، أو زيادة المساحات المزروعة، قد يؤدي إلى زيادة المعروض في السوق، وبالتالي انخفاض الأسعار، مما ينعكس سلباً على عوائد المستثمرين في هذه الصكوك³.

- وتعرض هذه الصيغة لسوء إدارة وتصرف من بعض الأطراف، مما يؤدي إلى فشل المشروع بشكل كلي أو جزئي.

المطلب الثالث: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

المخاطر ليست ثابتة بل تتطور باستمرار، ولهذا يبقى على عاتق إدارة المخاطر، العمل المستمر واليقظة، لإيجاد وسائل جديدة، تتناسب والمخاطر الجديدة التي قد تظهر.

أولاً- مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

يتم النظر إلى إدارة المخاطر على أنها عملية منهجية وعلمية، تهدف إلى التعامل مع المخاطر المحتملة التي تواجه الأفراد والشركات والمؤسسات.

ثانياً- خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

يتطلب تطبيق المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية اتباع سلسلة من الخطوات المتسلسلة، بدءاً من تحديد وتصنيف المخاطر المحتملة، مروراً بتقييم احتمالية حدوثها وتأثيرها، وصولاً إلى وضع خطط للحد من هذه المخاطر ومتابعتها بشكل دوري:

¹ عز الدين بن زغبية، مرجع سابق.

² خالد عبد الواحد بوشناق، طارق علي الطيرة، الصكوك الإسلامية ودورها في إعادة الإعمار والتنمية، المجلة الليبية العالمية، العدد الثامن عشر، جامعة بنغازي، ليبيا، 05 ماي 2017م، ص14.

³ نجلاء بنت محمد البقمي، مرجع سابق، 125.

1- تحديد المخاطر: وتتطلب تحديد أنواع المخاطر المحتملة، سواء كانت عامة أو خاصة، وتحديد مصادرها وأسباب، ومن الأهمية أن تكون هذه العملية مستمرة، نظرًا لتطور المخاطر وتفاقمها بمرور الوقت، سواء على مستوى المشروع الاستثماري أو على مستوى المؤسسة بأكملها.

2- تقييم المخاطر: يعتبر تقييم المخاطر أداة أساسية في التخطيط، حيث يوفر صورة واضحة عن المخاطر المحتملة التي قد تواجه المشروع¹؛ ويتم تصنيف المخاطر بناءً على حجمها إلى مرتفعة ومتوسطة ومنخفضة، مما يساعد في تحديد أولويات التعامل معها ووضع خطط إدارة المخاطر المناسبة لكل مستوى من المخاطر²، أو ترتيبها وفق معايير عامة تندرج تحتها مجموعة من المخاطر، مثلاً: مخاطر حرجية، مخاطر هامة، مخاطر غير هامة.

3- بعد تقييم المخاطر وتصنيفها، تأتي مرحلة دراسة البدائل المتاحة للتعامل مع كل نوع من أنواع المخاطر³، ودراسة التقنيات التي ينبغي اتخاذها للتعامل مع التصنيفات السابقة⁴، ثم يتم اتخاذ القرار الحاسم باختيار البديل الأنسب، وعلى أية حال، فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف، من جراء تلك المخاطر، هو المعيار الملائم في اتباع الأسلوب المناسب، للتعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك⁵.

4- تنفيذ القرار: بعد الرسو على تقنية معينة، يأتي دور التنفيذ، من قبل الإدارة العليا للمؤسسة المالية⁶؛ وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة، لتنفيذ البديل الملائم، للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

ثالثاً- آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

تتعدد وتنوع آليات إدارة مخاطر الصكوك، لتشمل ما يلي:

1- دراسة الجدوى: تعتبر دراسة الجدوى الاقتصادية والشرعية حجر الزاوية في استثمار الصكوك، حيث تضمن توجيه الأموال نحو مشاريع حلال ومربحة، وتساهم في تحقيق التنمية المستدامة، من خلال تقييم دقيق للمشاريع وفقاً للمعايير الشرعية والاقتصادية، ويمكن للمستثمرين تقليل المخاطر وتعزيز الثقة في سوق الصكوك، مما يساهم في تحقيق أقصى عائد مالي واجتماعي⁷.

¹ إبراهيم الكرسانة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الإمارات، مارس 2006م، ص 57.

² أشرف مجد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 123.

³ أشرف مجد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 124.

⁴ حامد أحمد إسحاق الأمين، مرجع سابق، ص 138.

⁵ أشرف مجد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 124.

⁶ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 63.

⁷ أشرف مجد دوابه، نحو دراسة جدوى إسلامية للمشروع، دار السلام، القاهرة، 2008م، ص 103-124.

2- كفاءة الإدارة والرقابة عليها: تلعب إدارة الصكوك الإسلامية دورًا حاسمًا في تحقيق النمو والاستدامة، فبفضل إدارة كفأة، يمكن للصكوك أن تحقق أهدافها المالية مع الحفاظ على هويتها الإسلامية، وذلك من خلال الجمع بين الجوانب الفنية والأخلاقية للإدارة، بقوله تعالى: ﴿.. قَالَ اجْعَلْنِي عَلَى خَزَائِنِ الْأَرْضِ ۚ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٌ﴾¹، كما حث على حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين، من ذوي الكفاءة، والمهارة، والمشهود لهم بالأخلاق الطيبة، بقوله تعالى: ﴿..إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ﴾²

3- الضمانات: تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك، ومن أهمها:

أ- الكفالة: وذلك من خلال التزام جانب بتحمل عبء عن جانب آخر على سبيل التبرع.

ب- الرهن: يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك، خاصة المخاطر الائتمانية، "فالدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع للقضاء"³.

ت- ضمان الجانب الثالث: يعد ضمان جانب ثالث مستقل عن جهة الإدارة وعن المشاركين (حملة الصكوك)، آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك، خاصة المخاطر الائتمانية؛ حيث يضمن الجانب الثالث أصول الصكوك، ويصلح لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك، لأنه يستند للمبدأ نفسه⁴.

4- التأمين التكافلي: يعد التأمين التكافلي آلية إسلامية مبتكرة، توفر حماية شاملة للأصول الاستثمارية من مختلف المخاطر، مما يعزز ثقة المستثمرين ويساهم في تحقيق نمو اقتصادي مستدام⁵.

5- الاحتياطات: تعتبر آلية تكوين الاحتياطات في الصكوك الإسلامية بمثابة شبكة أمان تحميها من تقلبات السوقية، حيث يتم تخصيص جزء من الأرباح لتغطية الخسائر المحتملة، وضمان استقرار عوائد المستثمرين، ويتم تكوين هذه الاحتياطات من أرباح المضاربة وأرباح حملة الصكوك، مما يضمن استدامة الصكوك وحمايتها من المخاطر المختلفة⁶.

¹ سورة يوسف، الآية 55.

² سورة القصص، الآية 26.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 5)، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010م، ص 60.

⁴ عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 15-18.

⁵ أشرف مجد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 127-128.

⁶ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (المعيار الشرعي رقم 11)، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010م، ص 392.

6- التحوط: تهدف الاستراتيجية المقترحة إلى حماية استثمارات الصكوك من تقلبات الأسواق المالية والأصول، وذلك من خلال آليات شرعية مثل عقد السلم والبيع الآجل، فبشرط الالتزام بالشروط الشرعية لكل عقد، كتحديد المبيع بدقة ودفع الثمن في موعده في عقد السلم، وتأخير الثمن وتعجيل المثلون في البيع الآجل، يمكن للصكوك أن تتجنب المخاطر التي قد تواجهها في الأسواق، مع الحفاظ على طابعها الشرعي وعدم الوقوع في المحظورات¹.

7- التنوع: تعتمد هذه الاستراتيجية على مبدأ التنوع الكفاء في استثمارات الصكوك، حيث يتم توزيع الاستثمارات على مجموعة متنوعة من الصكوك ذات الخصائص المختلفة، مثل جهة الإصدار، وتاريخ الاستحقاق، والقطاع الاقتصادي، والجنسية، الهدف من ذلك هو تخفيف المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر دون التأثير سلباً على العائد المتوقع، مما يساهم في تحقيق استثمارات أكثر استقراراً وأماناً.

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص129.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى الجانب النظري للصكوك الإسلامية، والذي من خلاله، خلصنا إلى ما يلي:

- الصكوك الإسلامية عبارة عن أوراق مالية شرعية متساوية القيمة، تمثل حصة في عين، أو خدمة، أو منفعة، لنشاط مالي مشروع، يستحق مالكوها ربحاً جراء العملية الاستثمارية، ويتم إصدارها وفق عقد من عقود التمويل الإسلامي، ولديها خصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية التقليدية.

- تنقسم الصكوك الإسلامية بناءً على العقود الشرعية التي تقوم عليها، فمن حيث عقود المشاركة، نجد صكوك المضاربة، والمشاركة، والمزارعة، والمغارسة والمساقاة، أما من حيث عقود البيع؛ فتنوع الصكوك لتشمل صكوك السلم، والمراجحة، والاستصناع، وبالإضافة إلى ذلك، هناك صكوك مبنية على عقود أخرى، مثل الإجارة، والوكالة بالاستثمار، فضلاً عن الصكوك الهجينة التي تجمع بين نوعين أو أكثر من العقود، كما تشمل صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية، والصكوك الوقفية وصكوك القرص الحسن، وعلاوة على ذلك، توجد تصنيفات أخرى للصكوك، وهي الصكوك القائمة على الجهة المصدرة، والصكوك القائمة على اعتبار المدة الزمنية، والصكوك القائمة على التحويل أو التبديل إلى أسهم.

- يتم إصدار الصكوك الإسلامية وفق خطوات ومراحل، انطلاقاً من إعداد تصور للهيكل التنظيمي، وانتهاء بطرح الصكوك للاكتتاب وتسويقها، وتتعرض بدورها إلى عدة مخاطر، منها مخاطر متعلقة بالاستثمار، وتكون عامة لا يمكن تجنبها بالتنوع؛ كالمخاطر السياسية، والمخاطر البيئية، والمخاطر الرقمية، ومخاطر السوق وسعر الصرف، وأخرى خاصة بظروف الشركة أو الصناعة؛ والتي يمكن التخفيف منها بسياسة التنوع، كمخاطر الائتمان، ومخاطر سوء إدارة المشروع، والمحفظة الاستثمارية، وسوء الأخلاق، ومخاطر الأصول الاستثمارية.

- يمكننا إدارة هذه المخاطر، عن طريق إيجاد وسائل متعددة، لكل المخاطر ولكل الصيغ، بواسطة تحديد وتشخيص المخاطر، ثم تقييمها، وإيجاد البدائل المناسبة، وفق آليات لإدارتها، انطلاقاً بدراسة الجدوى، والرفع من كفاءة الإدارة، وتفعيل الضمانات لحماية حملة الصكوك من المخاطر، بالإضافة إلى اعتماد التأمين التعاوني، وعلاوة على ذلك، انتهاز سياسي التحوط والتنوع.

الفصل الثالث

تمهيد:

يمتاز النظام المالي الإسلامي بنظرته الشمولية، التي تتعدى فكرة وضع الحلول ورسم الرؤى العامة للمعالجة، إلى وضع طرق وتصورات وقائية، تهدف إلى حماية النظام المالي الإسلامي من الوقوع في أزمات مالية واقتصادية، ولكن فيما لو وقعت تلك الأزمات، فإنه يضع سياسة ومنهجية عمل لعلاج تلك الأزمات؛ وفي مجال إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، فإن هذا النظام لم يقتصر عند وضع رؤى علاجية للحد من استنزاف الاحتياطي، بل تعداها ليضع أولويات لتلك الرؤى.

وفي نفس السياق ، فإنَّ إدارة احتياطيات النقد الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي، تسعى إلى تحسين عقلانية وكفاءة إدارة ما تملكه الدول من احتياطي النقد، والتخفيف من تآكل مخزون البلاد من العملة الصعبة، عن طريق صياغة آليات وتقنيات فعالة لإدارة الاحتياطي دون المساس بالأطر الشرعية.

مما سبق يمكن معالجة إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي وفق النقاط التالية:

المبحث الأول: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من المنظور التقليدي.

المبحث الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي.

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي.

المبحث الرابع: استراتيجية إدارة مخاطر احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي.

المبحث الأول: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من المنظور التقليدي.

إن خاصية الاستفادة من الاحتياطي لا ترتبط بالضرورة على حجمه المتراكم، بل ما تتطلبه كيفية الإدارة الصحيحة له، وتتضمن اختيار التوليفة المناسبة للمكونات، مع مراعاة حاجة وظروف كل بلد، وتتطلب هذه الإدارة في الاقتصاد التقليدي تأسيس وضع سياسات مناسبة، تتعلق بإدارة مكونات احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال إيجاد مزيج ملائم للأصول الاحتياطية، بما يتناسب والأوضاع الاقتصادية السائدة، والتأكد من أن هذه الأصول متاحة للاستخدام في جميع الأوقات، وإدارة المخاطر بحكمة، وتحقيق أقصى عائد ممكن على الأصول المستثمرة، وسنحاول في هذا المبحث دراسة إدارة وأطر احتياطي الصرف الأجنبي من جميع الأبعاد.

المطلب الأول: ماهية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

تتعدد المفاهيم والتعريفات المتعلقة بهذا المتغير، نذكر منها أهمها فيما يلي:

- عملية استراتيجية متكاملة الوفاق، يتم بوجها إدارة الأصول الأجنبية الحكومية، بهدف تحقيق أقصى قيمة لهذه الأصول، مع توليد عوائد مجزية، والتقليل من المخاطر¹.
- إدارة الاحتياطي تتيح قدر معتبر من الأصول الأجنبية التي يملكها القطاع العام، بطريقة تضمن تحقيق أقصى عائد، مع حسن تسيير المخاطر التي تصاحب هذه العملية، بهدف حماية الأصول أثناء استثمارها، والمحافظة عليها من الاستنزاف².
- تلخص في التنسيق بين إدارة الأصول وإدارة الخصوم بشكل فعال، من خلال تحقيق التوازن بينهما، الأمر الذي يقلل من التعرض للخسائر الناتجة عن عدم تطابق العملات الأجنبية "Currency Mismatch"، فضلا عن الحفاظ على قيمة الاحتياطي³.
- تتطلب إدارة فعالة للاحتياطي إيجاج توليفة مناسبة لمكونات المحفظة، مع مراعاة التطورات الاقتصادية العالمية⁴.

¹ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، 2001م، مرجع سابق، ص 01.

² Jacobo De León, Op cit, p2.

³ Peterson Institute for International Economics "PIIE", Measuring Currency Mismatch : Beyond Original Sin, Available at the link: https://www.piie.com/publications/chapters_preview/373/3iie3608.pdf, Date of access: June 3, 2024.

⁴ بومدين نورين، محمد جعفر هني، استراتيجية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص 66.

- تتطلب إدارة الاحتياطي رصدًا مستمرًا للمعلومات، باستخدام نماذج تنبؤ متطورة، لتحليل تأثير التغيرات في أسعار صرف العملات، وأسعار الأصول المالية كالسندات السيادية، ومعدلات التضخم، وأسعار المواد الأولية كالنفط، وذلك بهدف اتخاذ قرارات مدروسة للمحافظة على مكونات الاحتياطي من النقصان¹.

من خلال التعريفات السابقة؛ يمكن القول أن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي: هي عملية تضمن كفاية الأصول الأجنبية الرسمية للقطاع العام، وتكون متاحة بسهولة للسلطات، وتسيطر عليها، لتمكينها من تحقيق سلسلة محددة من الأهداف لبلد ما، وفي هذا السياق، يتم عادةً إنشاء كيان مسؤول عن إدارة الاحتياطي والمخاطر المرتبطة بها، وتعد أداة من أدوات سياسة النقد الأجنبي في الدول، وتختار كل دولة نظامها لإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي وفقاً لأهداف سياستها.

المطلب الثاني: أهمية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

إدارة الاحتياطي من الصرف الأجنبي تعدّ من أبرز المهام التي يتولاها البنك المركزي في الدولة، وتتسم الممارسات السليمة لها بأهمية بالغة على المستويات الاقتصادية والمالية، وتتلخص هذه الأهمية في العناصر الآتية²:

1- تساهم بشكل فعال في تعزيز الاقتصاد على امتصاص الصدمات الخارجية، فضلاً عن أنها تمدّ القائمين بصناعة السياسات بالمعلومات المناسبة تجعل منهم في حال محدّثة ومحيّنة حول آخر التطورات، ما يمكنهم من اتخاذ قرارات حكيمة، واغتنام الفرص وتجنب المخاطر³.

2- تعدّ إدارة الاحتياطيات لاعباً حيويًا في الإدارة الاقتصادية الشاملة للدولة، حيث تكمل السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار المالي، في حين أن هذه الإدارة قد تتأثر بالسياسات النقدية والمالية وسياسة سعر الصرف في حالة عدم سلاميتها⁴.

3- تحافظ وتدعم الثقة في استراتيجية الإدارة النقدية وسياسات سعر الصرف⁵، وتدعم القدرة على التدخل الفعال لحماية قيمة العملة المحلية⁶.

¹ حاشي نوري، أثر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي على التضخم: تجربة حول الجزائر، مقال منشور في مجلة النمو الاقتصادي والمقاولانية، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد الرابع، العدد الثامن، ديسمبر 2021م، ص 87.

² صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، 2001م، مرجع سابق، ص 4-5.

³ فاستر كابيتال، إدارة السيولة: تحسين احتياطيات الصرف الأجنبي، 11 مارس 2024م، متاح على الموقع: <https://fastercapital.com>، تاريخ الاسترداد: 03 جوان 2024م.

⁴ Jacobo De León, op cit, p5.

⁵ حمدي أحمد على الهنداوي، مُجد أحمد مطر، أثر إبراهيم اسماعيل، قياس مرجع سابق، ص 6.

⁶ Romero, A, Comparative study; factors that affect foreign currency reserves in China and India, Honours projects 33, 2005, p13.

- 4- تلعب دورًا محوريًا في تعزيز قدرة الاقتصاد على مواجهة الأزمات الخارجية، فهي بمثابة وسادة أمان توفر السيولة اللازمة لتلبية الاحتياجات من العملة الصعبة.
- 5- تساهم في تحقيق توازن دقيق بين عدة أهداف، تشمل توفير السيولة اللازمة لضمان استقرار النظام المالي، مع مراعاة درجة قليلة من المخاطر، ويهدف هذا التوازن إلى تعزيز ثقة النظام المالي، وزيادة مرونة الاقتصاد¹.
- 6- ضمان كفاية الاحتياطيات بواسطة تحديد الحجم الأمثل للاحتياطي، من خلال تقييم الاحتياجات المتوقعة.
- 7- الحفاظ على احتياطي للكوارث، أو حالات الطوارئ الوطنية².
- 8- حماية الاحتياطي من التآكل من خلال عملية التوظيف والاستخدام.
- 9- القدرة على الوفاء بالالتزامات الدولية، مما يعزز جاذبية الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتمويل الخارجي، وتحسين الصورة لدى المستثمرين الدوليين³.
- 10- تحقيق عوائد مالية مستدامة على الأصول المستثمرة بشكل فعال⁴، وتخضع إدارة الاحتياطيات لمرونة عالية تتأثر بالظروف الاقتصادية المتغيرة، مما يتطلب من متخذي القرار تقييمًا مستمرًا لما يعتبر مستوى كافٍ من الاحتياطيات، مع الأخذ بعين الاعتبار أهداف إدارتها الاستراتيجية⁵، وتتأثر هذه العملية بمجموعة متباينة من العوامل المتغيرة، كالنظام النقدي، ونظام سعر الصرف، والمخاطر المالية، وميزان المدفوعات، ومدى التكامل الاقتصادي في الأسواق العالمية⁶.

وبصفة عامة، يمكن اعتبار احتياطي الصرف الأجنبي، أداة مهمة لضمان استقرار النظام المالي والاقتصادي للبلدان، ويسعى لتحقيق التوازن في المعاملات الخارجية، بالإضافة إلى دعم النمو الاقتصادي.

¹ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، 2001م، مرجع سابق، ص7.

² Olorunfemi Sola; Adebayo A; Fatukasi, An Appraisal of Foreign Exchange Resources Generation and Management, article published in journal of Social Sciences, Volume 7, N° 4, 2011, p 585.

³ Kenneth, Gjaune, p, Les systèmes d'information de gestion, organisation de réseaux et Stratégique, 6ème édition, Paris, France, 2001, p 128.

⁴ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، 2001م، مرجع سابق، ص7.

⁵ Tsvetan Manchev, International Foreign Exchange Reserves, Bulgarian National Bank, Sofia, Bulgaria, 2009, p58.

⁶ International Monetary Fund (IMF), Report: Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability, March 23, 2000, p2. Available at the link: <https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/debtres.pdf> , Date of access: November 18, 2023.

المطلب الثالث: المتطلبات اللازمة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي

يلتزم المصرف المركزي لكل دولة بإدارة الاحتياطي من النقد الأجنبي، وفقا لأهداف السياسة النقدية ولأحسن الممارسات الدولية، ويتم تحقيق ذلك من خلال توظيف هذه الاحتياطيات في مجموعة من الاستثمارات، بشرط ضمان السيولة اللازمة وبدون مخاطر، مع تحقيق عوائد مع الحفاظ على دورها كاحتياطيات سائلة، وتستند هذه الممارسات إلى معايير متعلقة بتنوع الأصول، وتتمثل هذه المعايير فيما يلي¹:

أولاً- تحديد الحجم المناسب والأمثل لاحتياطي الصرف الأجنبي

تتطلب عملية تحديد الحجم الأنسب للاحتياطي مراعاة مجموعة من العوامل المتغيرة والمتداخلة لكل دولة، والذي يمكنها من تلبية الاحتياجات الأساسية، ومواجهة الصدمات غير المتوقعة، وتشمل تقلبات أسعار الواردات، تذبذب الصادرات، التزامات الدين الخارجي وغيرها، والجدير بالذكر بأنه لا يوجد مستوى مثالي وثابت للاحتياطيات ينطبق على الدول، وإنما يجب أن يكون هذا المستوى مرناً، وقابلاً للتكيف مع الظروف الاقتصادية المتغيرة، ويمكن تجزئة الحجم المناسب والأمن للاحتياطيات إلى قسمين أساسيين:

القسم الأول: يمثل الاحتياطي الحد الأدنى الضروري لتلبية الحاجيات اليومية من العملات الأجنبية، بهدف الحفاظ على استقرار الاقتصاد.

القسم الثاني: باعتبار الاحتياطي التحوطي -الذي يتكون من أصول أقل سيولة من الجزء الأساسي - جزءاً هاماً من الاحتياطيات النقدية الأجنبية، بيد أنه يحافظ على التوازن بين ضمان السيولة وتحقيق العائد².

وللوصول إلى المستوى المنشود، ينبغي مراعاة العناصر التالية:

1- تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الأصول الأجنبية: على الرغم من المنافع التي يجنيها اقتصاد الدولة، جراء تكوين احتياطي وافر من الصرف الأجنبي، إلا أن هذا مكلف اقتصادياً بسبب الاحتفاظ به، وتتمثل تكلفة الحيازة في التكلفة في الفرصة البديلة المفقودة، وهي العائد الممكن تحقيقه فيما لو تم استثمار هذه الاحتياطيات في مشروعات استثمارية مُدرة، والذي من شأنه أن يحفز الإنتاجية والنمو الاقتصادي، وبمعنى آخر؛ فهي الفارق بين العائد

¹ محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص 65.

² بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مقال منشور في مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة حسين بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ص 49.

المنخفض للاحتياطيات، والعائد الأعلى المحتمل من الاستثمار في رأس المال الثابت، وهذا الفارق يمثل القيمة المفقودة من الإنتاجية، التي يمكن أن نقيسها كفرق عددي بين العائدين¹.

تعتبر حيازة حجم كبير من الاحتياطييات قرارا اقتصاديا ذو تكلفة، ويعود ذلك لانخفاض العائد الذي تجنيه الاحتياطييات مقارنة بتكلفة الفرصة البديلة، ومن المفروض استغلال الاحتياطي في مشروعات ذات عوائد عالية كالاستثمار في البنية التحتية، أو القطاعات الإنتاجية، عوض الاحتفاظ بها في شكل أصول عالية السيولة، والجدير بالذكر أن هذه الحيازة تزيد من عبء خدمة الدين العام²، ولتحديد المستوى الملائم من الاحتياطي؛ يمكن مراعاة الحالات التالية كما يلي³:

أ- تسمى (EXCESS RESERVE)؛ وتعني أن العائد المتوقع من حيازة الاحتياطي أقل من التكلفة، وبالتالي فنحن أمام أفرط في الحيازة.

ب- تسمى (DEFICIT)؛ وتعني أن العائد المتوقع من حيازة الاحتياطي أكبر من التكلفة، وبالتالي فنحن أمام نقص في الحيازة.

ت - تسمى (OPTIMAL)؛ وتعني الوضع الأمثل أو الأوسط بين الحالتين السابقتين، عندما تتساوى معادلة "العائد-التكلفة".

2- المقاييس الدالة على أمثلية احتياطييات الصرف الأجنبي: تعددت المقاييس التي اقترحها خبراء الاقتصاد لتحديد وتقييم المستوى الأمثل للاحتياطيات، ونستعرض أهم وأشهر هذه المقاييس كما يلي:

أ- مقياس تغطية الواردات "R/IM": اقترح الاقتصادي البلجيكي "ROBERT TRIFFIN" عام 1947م، استخدام عدد الشهور من الواردات التي تغطيها الاحتياطييات، كمؤشر أساسي لقياس كفاية الاحتياطييات، وخاصة في الدول النامية، وقد لاقى هذا المقياس قبولا واسعا -نظرا لسهولة وبساطته وفعاليته- لدى الكثير من البلدان والمؤسسات من بينها صندوق النقد الدولي⁴.

¹ Ben Bassent and Gotliche, On the effect of Opportunity Cost on International Reserves Holding, article published in journal of Economics and Statistics, USA, 1991, p 329.

² Fabio Kanczuk, Alfaro Laura, Carry Trade, Reserve Accumulation, and Exchange- Rate Regimes, Working Paper, Harvard Business School, Boston, USA, 2013, p3.

³ بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطييات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سابق، ص 47.

⁴ Marc-André Gosselin and Nicolas Parent, An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia, working paper n°38, Bank Of Canada, 2005, p4.-

ب- نسبة تغطية العجز بالاحتياطي: يمكن اعتبار الاحتياطيات في هذا الوضع كرصيد لمواجهة العجز، وتلعب دور حيازة أمان "Buffer Stock"، تلجأ إليه السلطة لتجنب الذهاب إلى سياسات اقتصادية مكلفة، وغير مرغوب فيها، مثل تخفيض قيمة العملة أو فرض قيود على النقد الأجنبي، ويحدث العجز في الموازنة بفعل تدهور الصادرات أو ارتفاع الواردات أو عوامل أخرى، فتضطر إلى ذلك الدولة من باب التحوُّط أو الاحتياط "Precautionary"؛ ومنه إذا كان منحى العجز متزايداً، فإنَّ الاحتياطي يجب أن يزيد بنفس معدل زيادة العجز المتوقع حدوثه¹.

ت- مقياس تغطية العرض النقدي بالاحتياطيات "R/M2": يأتي هذا المقياس لتقييم مدى تعرض الاقتصاد لصدمات خارجية، مثل هروب رؤوس الأموال، ويتخذ منه المستثمر كمؤشر ثقة في العملة المحلية ومدى كفاءة النظام المصرفي، وتختلف هذه النسبة حسب استقرار اقتصاد كل بلد، ودرجة ثقة المستثمرين، فإذا كان الطلب على النقود ثابتاً في بلد ذو اقتصاد مستقر، تكون الحاجة إلى المقياس قليلة، في حين تزداد أهميته في البلدان التي تعاني اقتصادياتها من تقلبات كبيرة في الطلب على النقود، ومن جهة أخرى فإن ارتفاع نسبة العرض النقدي إلى الاحتياطي يفسر ضغوطاً كبيرة على الاحتياطي².

ث- مقياس تغطية الديون الخارجية قصيرة الأجل بالاحتياطي "R/STED": باعتبار أن المقارنة بين حجم الاحتياطي والديون الخارجية قصيرة الأجل مقياساً حيويًا لاستقرار البلاد، بمعنى إذا تجاوز حجم تلك الديون حجم الاحتياطي، فإن ذلك ينبئ بوجود خطر وشيك على الملاءة المالية للدولة، باعتبار أن الديون قصيرة الأجل مرتبطة بتمويل الاستهلاك والتجارة الخارجية في العادة، وبالتالي يصعب تأجيل سدادها، وهذا ما يخلق ضغطاً على الاحتياطي³.

ثانياً- الامتثال للمعايير التوجيهية لإدارة الاحتياطي

في إطار سعيها إلى الإدارة المثلى للاحتياطيات، تقوم البنوك المركزية بتقسيمها إلى عدة محافظ، كل محفظة لها أهداف معينة حسب طبيعة توظيفها، فيتم تخصيص جزء من الاحتياطي للمحفظة طويلة الأجل، التي تهدف إلى عوائد مستدامة، لتمويل المشروعات التنموية والإنفاق الحكومي، وفي المقابل يتم تخصيص جزء آخر من الاحتياطي للمحفظة ذات السيولة العالية، التي تهدف إلى تلبية الاحتياجات الفورية، والمعاملات قصيرة الأجل، وتنقسم هذه

¹ بلقاسم زاييري، كفاية الاحتياطيات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مرجع سابق، ص 50.

² أمجد محدي الطيب، إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر (الواقع والمتطلبات)، مرجع سابق، ص 92.

³ Saad Shami and other, Jordan's International Reserve Position: Justifiably Strong, IMF Working Paper, IMF, 2007, p05.

الأخيرة بدورها إلى قسمين، أحدهما لحساب المعاملات، وتستخدم كحساب جاري خاص بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، والثانية تتعلق بالاستثمارات السائلة.

وتم التركيز على قياس الإدارة حسب المقدرة الذاتية للدولة مع قيامها بالعمليات التالية¹:

- 1- أهداف إدارة واستخدام احتياطات الصرف الأجنبي وفقا للظروف الاقتصادية.
- 2- فاعلية إدارة الاحتياطات الأجنبية وفقا للأهداف الاستراتيجية.
- 3- النتائج الاقتصادية المستهدفة في المدى الطويل والقصير، مع نماذج تقييم فاعلية الاستخدام والتوظيف حسب المعطيات الاقتصادية.

ونعني بالمعايير التوجيهية؛ تلك الأساليب المستهدفة وغير الإلزامية، والتي يمكن حصرها في الجدول التالي:

جدول رقم: 3-1

المعايير التوجيهية العامة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي

المبدأ التوجيهي	الفئة
تعريف احتياطي الصرف الأجنبي ونطاق إدارته، وتحديد مكونات الاحتياطي ومدى شمول إدارة الاحتياطات.	تعريف وتحليل الاحتياطات
إجراء تحاليل لمزايا وتكاليف حيازة الاحتياطات	استراتيجيات الإدارة
توافق استراتيجيات الإدارة مع بيئة السياسات المميزة لكل بلد، مع الأخذ بعين الاعتبار الاستثمار الأجنبي، مع تسهيل إعداد استراتيجيات بديلة لإدارة الاحتياطات.	
مراعاة استراتيجيات تسيير الدين الخارجي	
توزيع وتحديد مسؤوليات كل جهة في إدارة الاحتياطات	الهيكل التنظيمي والقانوني والمسؤوليات
وضع إطار تشريعي وقانوني وتنظيمي واضح لإدارة الاحتياطات	
الإفصاح عن المعلومات وإدارة البيانات	الشفافية والإفصاح
تأهيل وتدريب الإطارات المسؤولة	الموارد البشرية
وضع إطار لتحديد وتقدير وإدارة المخاطر	إدارة المخاطر
تحديد وتقييم المخاطر، ووضع آليات لإدارتها.	إدارة مخاطر سعر الصرف الأجنبي
سرعة تعويض السحب من الاحتياطات	استدامة الاحتياطات
تناسب تركيبة العملات مع الهيكل الاقتصادي للبلد	تركيبة الاحتياطات

¹ نور الدين عباس، مرجع سابق، ص 107.

التقنيات والأدوات	استخدام أحدث التقنيات المالية في الإدارة اليومية
الهدف العام	تعظيم قيمة الاحتياطيات ضمن حدود معقولة للمخاطرة
الحفاظ على مستوى آمن من الاحتياطيات	- تحديد نطاق أمان للاحتياطيات، مع مراقبة مستمرة لمستوى الاحتياطيات، ومن الآثار المحتملة: ضغوط داخلية وخارجية تؤدي إلى إجبار السلطات على تعديل السياسات الاقتصادية، وبالتالي تطبيق سياسات غير مرغوبة سياسياً واجتماعياً.
تحقيق التوازن بين مكونات الاحتياطي والالتزامات الخارجية	- تناسب تركيبة العملات مع المدفوعات الخارجية، مع مراعاة هيكل الواردات والدين الخارجي، بالإضافة إلى الحفاظ على قيمة العملات المكونة للاحتياطي.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

Law, depletion reserve, at the link: <https://www.lsd.law/define/depletion-reserve>, Date of access: June 3, 2024.

- عبد الحميد مزغيت، شريف بقة، إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر: الفرص والتحديات، مقال منشور في مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد الثاني، العدد الأول، 2014م، ص 232.
- صلاح الدين سولم، تداعيات اختيار أسعار النفط على كفاية احتياطيات الصرف الأجنبي في الدول النامية - حالة الجزائر، مجلة دفاتر بواذكس، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، المجلد العاشر، العدد الأول، 2021م، ص 454.
- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية، 20 سبتمبر 2001م، ص 4.
- فاطمة الزهراء خباري، أثر ممارسات الإفصاح عن الاحتياطيات الأجنبية على شفافية السياسات المالية والنقدية، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة حميس مليانة، الجزائر، المجلد الثاني، العدد الرابع عشرة، 2014م، ص 327.
- عموماً تسعى إدارة احتياطي الصرف الأجنبي إلى تحقيق التوازن بين عدة أهداف، والتي من بينها الرفع من قيمة الاحتياطيات، من خلال استهداف أقصى عائد ممكن مع الحفاظ على مستوى مرتفع من السيولة، ومستوى منخفض من المخاطر، ونجد أن هدف تعظيم قيمة الأصول عبر استثمارها يتعارض مع مبدأ السيولة العالية والكفيلة بتسوية الالتزامات الدولية، لذلك فإن عدد معتبر من المصارف المركزية، يتبنى استراتيجية في إدارة هذا الملف بموازنة عالية الدقة، بين العائد والمخاطرة والسيولة، ويميلون إلى تفضيل السيولة والأمان في الحالات العادية، مع أخذ كامل الحذر من حدوث صدمات وأزمات حتى وإن كان حجم الاحتياطي مريح.

المطلب الرابع: المخاطر المرتبطة بإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي

البنوك المركزية تتعرض لمجموعة متعددة من المخاطر أثناء إدارتها للاحتياطي، ويمكن تصنيفها إلى مخاطر مالية وأخرى غير مالية¹؛ وتشمل المخاطر المالية تلك المرتبطة بحركة الأسواق المالية، من مخاطر سوق ومخاطر ائتمان، بينما تشمل المخاطر غير المالية عوامل أوسع قد تؤثر على كفاءة وفعالية إدارة الاحتياطيات، كالمخاطر القانونية والمخاطر الرقابية ومخاطر التشغيل²، وبصفة عامة، تواجه البنوك المركزية خلال فترة إدارتها للاحتياطي حزمة من التحديات والمخاطر تتمثل فيما يلي³:

أولاً- مخاطر الأسواق المالية

تُستثمر الاحتياطيات عادة في مجموعة متنوعة من الأصول المالية، الأمر الذي يعرضها لمجموعة من المخاطر السوقية، وتنشأ هذه المخاطر نتيجة التغير في أسعار هذه الأصول، والتي بدورها تتأثر بعوامل اقتصادية على المستوى الكلي، مثل التغيرات في السياسة النقدية أو الدورات الاقتصادية، أو على المستوى الجزئي، مثل أداء الشركات أو القطاعات.

ثانياً- مخاطر العملة (تقلبات أسعار الصرف)

يتم تقويم محافظ الاحتياطيات بالعملات الأجنبية معرضة لتقلبات مفاجئة في أسعار الصرف⁴، على الرغم من الصعوبة الكبيرة في تجنب المخاطر كليةً، إلا أن بعض المؤسسات المالية تبني استراتيجيات استثمارية نشطة تستهدف الاستفادة من التحولات المتوقعة في أسعار الصرف، ومع ذلك فهي تحمل في طياتها مخاطر كبيرة، تتمثل في التوقعات الخاطئة، مما يؤثر سلباً على قوة الاحتياطيات النقدية، وقد يسبب خسائر فادحة⁵.

¹ البنك المركزي المصري، الاحتياطيات الدولية، 23 مارس 2023م، متاح على الرابط:

<https://www.cbe.org.eg/ar/markets/international-reserves>، تاريخ الاسترداد: 03 جوان 2024م.

² حيدر حسين طعمة، العجز المزدوج، في بلدان الربيع النفطي، مركز حورابي، للبحوث والدراسات الاستراتيجية، بغداد، العراق، 2012م، ص 46.

³ Benaroya c Dissaux, comment détecter les pays à risque le MOCI repris in problème économique, N° 2548, 1998, pp 27.

⁴ عبد المحيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مقال منشور في مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والثلاثون، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، 2009م، ص 17.

⁵ فاستر كاييتال، استقرار سعر الصرف: دور احتياطيات الصرف الأجنبي، 22 مارس 2024م، متاح على الموقع:

<https://fastercapital.com>، تاريخ الاسترداد: 03 جوان 2024م.

ثالثاً- مخاطر نقص السيولة

إن رهن الاحتياطيات كضمان للقروض المقدمة إلى المؤسسات المحلية والأجنبية يقلل بشكل كبير من سيولتها، إلى أن يتم سداد تلك القروض، وهذا ما يعرض الاقتصاد ككل لمخاطر نقص السيولة، خاصة في حالة حدوث صدمات اقتصادية، وتصبح الاحتياطيات غير متاحة للاستخدام الفوري، وبالتالي فإن هذه الممارسات تفاقم هشاشة الاقتصاد، وتجعله أكثر عرضة للأزمات والصدمات الخارجية¹.

رابعاً- مخاطر تعثر السداد (الائتمان)

يستخدم الاحتياطي في العديد من الاستثمارات، بما فيها منح القروض، غير أن هذه الاستثمارات قد تتعرض لمخاطر ائتمانية، تتمثل في احتمال عدم قدرة المستفيد من القرض على عدم سداده في الموعد المتفق عليه، وبالتالي فإن ذلك قد يؤدي إلى خسائر مالية تقلل من قيمة الاحتياطي².

خامساً- مخاطر تقلبات سعر الفائدة

تكون الأصول الاحتياطية في بعض الحالات عرضة لمخاطر مختلفة، بما في ذلك مخاطر السوق المرتبطة بتقلبات أسعار الأصول وارتفاع أسعار الفائدة، وتفقد بذلك الاستثمارات المتداولة قيمتها إلى أقل من تكلفة تحصيلها، والجدير بالذكر أن الأدوات المالية المشتقة تزيد من تعقيد إدارة هذه الأصول، وتعرضها لمخاطر إضافية، وفي حالات أخرى يفقد القائمين على المحفظة الاستثمارية للفهم الكافي والإحاطة بجميع خصائص الأدوات المستخدمة والمخاطر المحيطة بها، مما يؤدي أيضاً إلى خسائر في المحفظة الاستثمارية.

سادساً- المخاطر الحكومية (السيادية)

الممارسات التي تفرضها الدول الرأسمالية على الدول النامية التي تتمثل في تجميد أصول هذه الأخيرة، تمثل تحدياً مباشراً وغير متحكم فيه، بالنسبة لاستقرارها المالي الدولي، وبمس سيادتها فتصبح في موقف التبعية المالية، باعتبار هذه الممارسات انتهاكاً للقانون الدولي ومبادئ التعاون الاقتصادي، وبالتالي يتعين على الدول النامية القيام بتنويع محفظتها الاستثمارية، وتوسيع نطاق شراكاتها الاقتصادية مع دول أخرى³.

¹ صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، 2001م، مرجع سابق، ص28.

² صلاح الدين سولم، مرجع سابق، ص458.

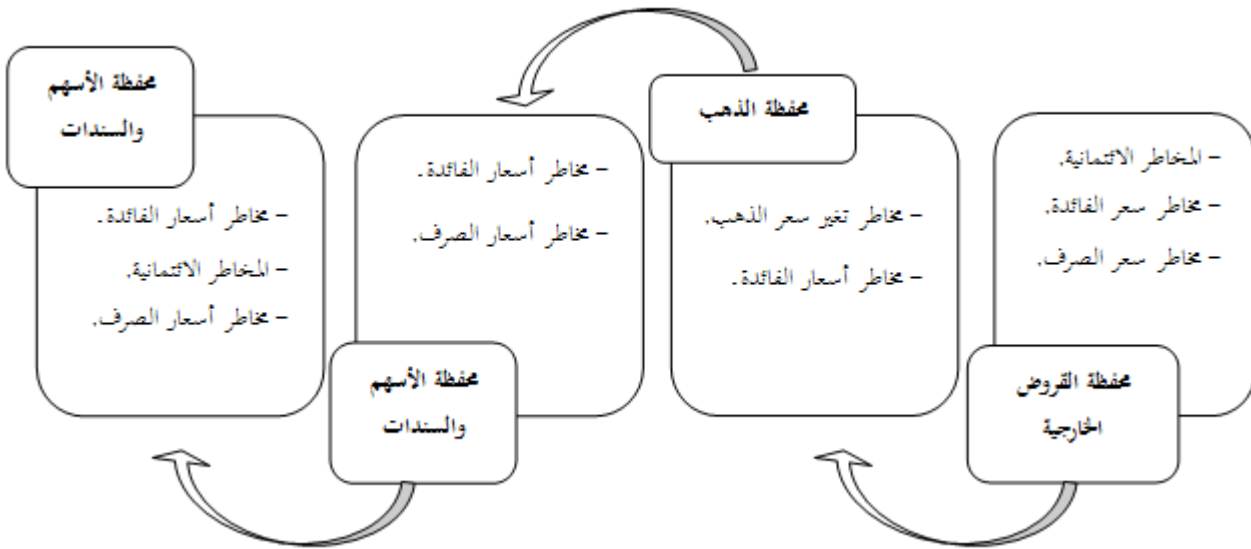
³ يُطلق صندوق النقد الدولي على هذا النوع من المخاطر اسم المخاطر السيادية "SOVEREIGN RISKS"، وهو تعبير يخفي وراءه محاولة إضفاء الشرعية أو التخفيف من مثل هذا العمل غير الشرعي، ومن الأفضل استخدام مخاطر القرصنة الدولية بدل المخاطر السيادية.

سابعاً- مخاطر أخطاء التحليل المالي والمحاسبي

أدت الأخطاء في تقييم صافي مركز العملات الأجنبية، والتي غالباً مع ترتبط بالاعتماد على مقاييس جزئية، إلى تعرض أجهزة إدارة الاحتياطي لخسائر ضخمة، نتيجة التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف والتي لم يتم ضبطها والتنبؤ بها بشكل صحيح، وللحد من حدوث هذه المشاكل، يتعين على مسؤولي المحفظة، تطوير النماذج والمنهجيات لإجراء تقييمات أكثر شمولية وبدقة عالية، تشمل جميع الأصول والخصوم المقومة بالعملات الأجنبية، وتعتمد نماذج محاكاة متطورة لتقييم المخاطر، وتطوير استراتيجيات تحوط أكثر ملائمة، والرسم البياني الموالي يلخص أنواع محافظ الاحتياطيات والمخاطر المتعلقة بها¹:

رسم بياني رقم: 3-1

تصنيف محافظ الاحتياطيات الأجنبية والمخاطر المتعلقة بها



المصدر: مُجّد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2016-2017، ص95.

¹ صلاح الدين سولم، مرجع سابق، ص ص458-459.

المبحث الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي

من المهم أن تقوم الحكومة والبنك المركزي بمراقبة وإدارة احتياطي الصرف الأجنبي بحكمة، وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، من أجل الحفاظ على استقرار اقتصادي صحي ومستدام، وسيوفر الاستقرار الاقتصادي الجيد فوائد لفترات طويلة الأجل للنمو الاقتصادي ورفاهية الشعب.

المطلب الأول: مفهوم احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي

لم يكن هناك في النظام الإسلامي ما يعرف باحتياطي الصرف الأجنبي، لكنها وجدت بتسمية أخرى، يمكن حصرها في بيت المال، الذي يتم تمويله من الفئء الغنائم، والزكاة، والصدقات التطوعية، والجزية، وجعله في بيت مال المسلمين، لصرفه في المصلحة العمومية، وفي إطار النظام الإسلامي؛ يمكن للدولة أن تكوين احتياطي من خلال استغلال الفوائض المالية وفرض الرسوم على الأغنياء، ويهدف هذا الاحتياطي إلى تحقيق الاستقرار المالي وتغطية النفقات المستقبلية، بما في ذلك سد عجز الموازنة العامة.

نتناول في هذا الجزء تعريف الاحتياطي من الناحية الشرعية، والضوابط الشرعية التي ينبغي أن يستظل في ظلها، والأصول والأقوال التي تبنى عليها الاحتياطيات.

أولاً- المعنى الإصطلاحي لاحتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي

تمثل الاحتياطيات الأجنبية في الاقتصاد الإسلامي أصولاً مالية، تحتفظ بها السلطات النقدية (البنك المركزي الإسلامي)، لضمان استقرار النظام المالي وحماية الاقتصاد من تقلبات الخارجية، وتشمل هذه الاحتياطيات مجموعة متنوعة من الأصول السائلة والأمنة، شريطة استخدامها وفق الأحكام الشرعية، بهدف تحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية¹.

ثانياً- مشروعية احتياطي الصرف الأجنبي

الاحتياطي عادة ما يتكون من فوائض موازنات سابقة، فيمكن للدولة أن تحتفظ بهذه الفوائض لتكوين احتياطي عام يمكنها من تمويل حاجاتها المستقبلية، لقد تحدث بعض علماء المسلمين عن حالة الاحتياطي في بيت المال، الماوردي قد ذكر حالته بقوله: "وإذا فضلت حقوق بيت المال عن مصرفها"، والجدير بالذكر أن الفقهاء اختلفوا في كيفية التعامل مع الفائض من المال العام، فرأى أبو حنيفة بالزامية ادخاره في بيت المال، تحسباً للحوادث الطارئة، بينما رأى الشافعي بأنه من الأفضل صرف الفائض من الأموال على عامة المسلمين².

¹ بومدين نورين، محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص 66-67، محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص 194.

² نفس المرجع، ص 185.

ونجد في تاريخ الدولة الإسلامية، وما يلاحظ أن حالات الاحتياطي التي ذكرها الماوردي، تختلف عن حالات الاحتياطي التي كان يرفضها التقليديون، فقد كانوا يرفضون الفائض المخطط؛ وهو أن تتعمد الدولة إحداث فائض في موازنتها بهدف التأثير على النشاط الاقتصادي، بينما الحالات التي ذكرها الماوردي فهي حالات احتياطي حقيقي، يتأتى من الفائض الذي يحدث نتيجة تجاوز الإيرادات والنفقات العامة، دون أن تعمد الدولة إحداثه، غير مخطط له، ويشهد لهذا أن الماوردي يذكر الفائض بقوله السابق؛ أي فاقت الإيرادات العامة المحصلة عن وجوه الإنفاق العام، فهذه عبارات تشير إلى أن تلك الزيادة في الإيرادات، إنما هي زيادة حادثة لا مخططة أو غير مقصودة، كما أنه من جهة أخرى، فإن بعض العلماء يرون أن يوجه للإنفاق مرة أخرى، مما يعني أن الاحتياطي يصبح صفراً في الحقيقة بعد إنفاقه، وهو يختلف بذلك عن الاحتياطي الناتج عن الفائض المخطط له، وتعمل الدولة إلى إحداثه، ولا تنفقه مرة أخرى، حيث أن ذلك يعني إلغاء الأثر المقصود من إحداثه، إذ أن الدولة تهدف من ذلك الاحتياطي إلى سحب جزء من تيار الدخل القومي، والاحتفاظ به ليقوّي الدخل القومي، وينخفض الطلب الكلي، ومن ثم تنخفض الضغوط التضخمية في الاقتصاد القومي¹.

والخلاصة أن الاحتياطات الناتجة عن الفائض التي حدثت في الدولة الإسلامية، أو كما ذكرها علماء المسلمين، بخلاف الحالات التي قبلت بالرفض من قبل التقليديين، وفضلوا مبدأ التوازن بدلاً من ذلك.

ثالثاً- الأصول المكوّنة لاحتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي

وفيما يأتي أبرز مكونات الاحتياطات الأجنبية في الاقتصاد الإسلامي:

- 1- **الذهب والفضة:** تولى الدول الإسلامية أهمية قصوى للذهب والفضة كمعدنين ثمينين، وأصول استثمارية آمنة، تساهم في الاستقرار المالي، وفي إطار سعيها لتطوير أسواق مالية تمثل لأحكام الشريعة الإسلامية، عمل كل من مجلس الذهب العالمي كمؤسسة عالمية متخصصة، إلى جانب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، على وضع معيار* عالمي جديد للتعامل مع الذهب، بهدف تلبية احتياجات الدول الإسلامية.
- 2- **العملات الأجنبية:** ثاني مكونات الاحتياطي الأجنبي هي للعملات الأجنبية، التي تحتفظ بها البلدان الإسلامية للوفاء بالتزاماتها تجاه الدول الدائنة، وتشمل هذه العملات على عملات رئيسية ذات تأثير عالمي، كالدولار

¹ سعد بن حمدان اللحاني، مرجع سابق، ص 96.

* يسعى المعيار المقترح إلى وضع إطار تنظيمي شامل لقطاع الذهب، يراعي التطور المتسارع في المنتجات الذهبية، ويضمن توافق جميع المعاملات مع أحكام الشريعة الإسلامية، هذا الإطار سيحدد المعايير الواضحة لتنظيم تداول وتجارة كافة المنتجات الذهبية، بدءاً من السبائك والعقود الآجل، وصولاً إلى المنتجات المالية المعقدة، مما يعزز الثقة في القطاع، ويحمي حقوق المستثمرين، وبالتالي سيسهم هذا المعيار في تطوير صناعة الذهب الإسلامية وتوسيع نطاقها، مع ضمان استدامة وشفافية جميع المعاملات.

الأمريكي، واليورو، واليوان الصيني، والين الياباني، والجنيه الاسترليني، إضافة إلى العملات غير الرئيسية كالدولار الكندي، والفرنك السويسري¹.

3- حقوق السحب الخاصة: بالنظر لخصوصية معاملات الدول الإسلامية، وجب على صندوق النقد الدولي ابتكار آلية تضمن استفادة هذه الدول عند تخصيص حقوق السحب الخاصة، لأن آليات العمل الحالية تخضع لسيطرة دول غير إسلامية².

4- الودائع لدى البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية: تتعارض آليات التمويل التي تقدمها المؤسسات المالية العالمية والبنوك المركزية مع مبادئ الشريعة، بما في ذلك القروض الربوية التي تقدمها، وكذلك الإشراف على الأموال التي أودعتها الدول الإسلامية لديها، فهي تدخل في باب ولاية غير المسلم على المسلم*، وهو أمر محرم³.

5- الديون الخارجية: تواجه الدول الإسلامية تحديات كبيرة في إدارة ديونها الخارجية، خاصة تلك المتعلقة والمشروطة بفوائد ربوية، حيث يقترح الباحث "مُجد صديقي" ضرورة التحول نحو نموذج اقتصادي أكثر استدامة، يعتمد على تعزيز التعاون الاقتصادي الإسلامي، وتشجيع الاستثمارات المشتركة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

رابعاً- مصادر تمويل احتياطي الصرف الأجنبي في ظل الاقتصاد الإسلامي

يمكن تكوين فوائض من النقد الأجنبي في النظام الاقتصادي الإسلامي من خلال المصادر الآتية:

1- الفائض في الحساب الجاري: تتكون الاحتياطيات الأجنبية في الاقتصاد الإسلامي من مجموعة متنوعة من المصادر، أبرزها عائدات تصدير السلع والخدمات، خاصة تلك المرتبطة بالتجارة الإسلامية، بالإضافة إلى الأرباح

¹ Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen , Chima Simpson-Bell, Dollar Dominance in the International Reserve System: An Update, International Monetary Fund (IMF-BLOG), June 11,2024, Available at the link: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2024/06/11/dollar-dominance-in-the-international-reserve-system-an-update>, Date of access: October 03, 2024.

² بومدين نورين، مُجد جعفر هني، مرجع سابق، ص 67.

* إن قبول الدول الإسلامية للإعانات من الدول والمؤسسات غير المسلمة، تتطلب دراسة متأنية وتوازناً بين المصالح الشرعية والسياسية، يخضع هذا القرار لولي الأمر، مع مراعاة الشروط الشرعية التي تضمن عدم المساس بسيادة الدولة وكرامة مواطنيها، ويجب ألا تؤدي هذه الإعانات إلى التهاون في أداء الفريضة الدينية، أو تقييد السيادة الدولية، لتفاصيل أكثر اطلع على كتاب عامر مُجد نزار جلعوط، فقه الموارد العامة لبيت المال، مجموعة دار أبي الفداء العالمية، للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2012م، ص ص 253-254

³ مها عبد الله عبد الله، تقويم أداء صندوق النقد الدولي في الأزمة المالية العالمية، دراسة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 2010م، ص 18.

المحققة من الاستثمارات والشركات، وتحويلات العاملين في الخارج، بالإضافة إلى الإيرادات الحكومية كالرسوم والضرائب، وإيرادات السياحة والمنح، والهبات المتأتية من قبل البلدان الإسلامية¹.

2- الفائض في حساب رأس المال: تعدّ القروض الحسنة من الدول الإسلامية والاستثمار الأجنبي المباشر*، مصادر أخرى مهمة تساهم في زيادة حجم الاحتياطي.

خامساً- أهمية احتياطي الصرف الأجنبي في دعم الاقتصاد الإسلامي

تعدّ حيّزة الاحتياطيات الأجنبية ركيزة أساسية لاستقرار الاقتصاد في الدول الإسلامية، وتبرز أهميتها في²:

- 1- تعزيز مصداقية السياسة النقدية** في الدولة الإسلامية الحائزة على الاحتياطيات.
- 2- تساهم الاحتياطيات الأجنبية الضخمة في تعزيز استقرار الاقتصاد الإسلامي من خلال عدة جوانب، فهي تعزز وتضمن استقرار سعر الصرف في حالة العمل بنظام سعر الصرف الثابت***، مما يعزز ثقة المستثمرين، ويجذب تدفقات رأس المال، فضلاً عن مساهمة الاحتياطيات في حماية القوة الشرائية للعملة المحلية من آثار التضخم.
- 3- يستطيع البنك المركزي الإسلامي الذي يحوز على احتياطيات أجنبية، أن يتدخل لإعادة التوازن في النظام المالي، وهذا في حال حدوث أزمة مالية طارئة.
- 4- يتم توظيف الأصول الاحتياطية في سداد الالتزامات المالية التي مازالت قائمة، سواء كانت ديوناً مستحقة السداد أو لتوفير السيولة اللازمة لتغطية العجز في الموازنة.
- 5- تساهم الحيّزة الكبيرة للنقد الأجنبي في النظام الإسلامي في زيادة ثقة المؤسسات المالية في الدول الإسلامية خاصة، وتستقطب تصنيفات ائتمانية مغرية.

¹ أيوب مسيح، موقف الشريعة الإسلامية من الاستثمار الأجنبي المباشر، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد الرابع والأربعون، البحرين، 2016م، ص 55-63.

* يعد الاستثمار الأجنبي المباشر والقروض الحسنة من المصادر التمويلية المشروعة والفعالة في الاقتصاد الإسلامي، وقد وجدت لها أسس شرعية راسخة في التعاملات النبوية، تساهم هذه الاستثمارات في تنمية الاقتصاد وتوفير التمويل اللازم للمشروعات التنموية، مع ضرورة الالتزام بالضوابط الشرعية والقانونية، التي تضمن حلالية المنتج واحترام الثقافة الإسلامية وحفظ سيادة الدولة، كما يجب أن تساهم هذه الاستثمارات في تحقيق التنمية المستدامة وتلبية الاحتياجات التنموية الحقيقية للدولة.

² محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص 196-197.

** تتميز السياسة النقدية الإسلامية بتركيزها على مبادئ من بينها المشاركة في الإرباح والخسائر، واستخدام الرصيد النقدي كأداة أساسية لتحقيق الاستقرار المالي، هذا التحول في الأسس يقتضي تطوير أدوات وسياسات نقدية مبتكرة تختلف عن تلك المستخدمة في النظم النقدية التقليدية، وذلك بهدف تحقيق نمو اقتصادي مستدام متوافق مع أحكام الشريعة.

*** تعتبر مسألة تثبيت سعر الصرف أو ربطه بعملة أخرى من القضايا الاقتصادية الفقهية المعاصرة التي حظيت باهتمام الباحثين، وقد توصل الفقهاء إلى آراء متباينة حول حكم هذا الإجراء، حيث يرى بعضهم عدم جوازه لاعتباره نوعاً من التثبيت لتعسفي للأسعر، بينما يرى البعض الجواز، وفي الواقع يمكن للدولة الإسلامية أن تتبنى نظام سعر مرن، حيث يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب مع تدخل محدود للدولة في الحالات الطارئة.

6- تلعب دوراً محورياً في امتصاص الصدمات الخارجية ومواجهة الأزمات الاقتصادية، التي تطرأ بشكل مفاجئ بفعل تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

المطلب الثاني: المعايير اللازمة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي في النظام الاقتصادي الإسلامي

يمكن بناء تصور نظري شامل لإدارة الاحتياطي الأجنبي وفقاً للمبادئ الاقتصادية الإسلامية، حيث يحدد هذا الإطار القواعد اللازمة التي يجب توفرها في هذه الإدارة، وتميزها عن إدارات باقي الأنظمة الاقتصادية التقليدية، ومن بين هذه المتطلبات¹:

أولاً- تقتضي وضع سياسات شاملة ومناسبة لإدارة محفظة احتياطي الصرف الأجنبي في إطار أحكام عقد الصرف* في الشريعة الإسلامية.

ثانياً- المتابعة الدائمة والدقيقة للمتغيرات الاقتصادية والمالية، بما في ذلك أسعار الصرف، وأسعار المنتجات المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية، وكذلك أسعار السلع الأساسية ومعدلات التضخم السائدة، وتساعد هذه المتابعة في تقييم المخاطر المتعلقة بالاحتياطي، واتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.

ثالثاً- تحديد الأدوات الاستثمارية والمدد الزمنية المثلى لحماية مكونات الاحتياطي من المخاطر، وضمان استدامتها، مع مراعاة الوضعية الاقتصادية لكل دولة.

رابعاً- يتولى المصرف المركزي (الإسلامي)** إدارة وتيرة الاحتياطي، والمحافظة على حجمه وقيمه من التدهور، وذلك عن طريق توظيفها في أدوات الهندسة المالية الإسلامية (الصكوك)، بهدف تسدسد الديون القائمة، فضلاً عن التنوع في الاقتصاد، ومعالجة جزء من العجز²، ونوضح أكثر الإطار المالي العام للبنك المركزي الإسلامي في الجدول الموالي:

¹ بومدين نورين، محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص 69.

* عملية تبادل أنواع النقود المختلفة (النقود الورقية والمعدنية والمعادن النفيسة والأوراق المالية)، بشرط أن يكون تبادلاً مباشراً، دون شروط أو تأجيل، ويهدف الصرف إلى تيسير المعاملات المالية وتلبية احتياجات الأفراد والمجتمعات.

** المصرف المركزي الإسلامي: هو مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية، والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي، يتولى المصرف المركزي الإسلامي وظيفة إصدار النقد باعتباره عصب الحياة النقدية والاقتصادية، ويتعين ألا يخضع لسلطة الإدارة السياسية الحاكمة، يقوم المصرف المركزي بتنظيم النقود باستخدام أدوات السياسة النقدية؛ والتي لا تختلف عنها في الاقتصاد الوضعي فكل منهما يهتم في المقام الأول بالتحكم والإشراف على حجم النقود المتداولة، إلا أن الخلاف يكمن في الأهداف الكلية المراد تحقيقها، والسلوكيات التي تحكم كيفية توظيف النقود لتحقيق تلك الأهداف، وبالتالي الاختلاف في طبيعتها الموضوعية والأدوات المستخدمة.

² فؤاد بن حدو، البنك المركزي الإسلامي وأدوات سياسته النقدية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية (GIEM)، المجلد 114، نوفمبر 2021م، ص 36.

جدول رقم: 2-3

الإطار المالي للمصرف المركزي (الإسلامي)

الأصول	الخصوم
أولاً - الاحتياطيات الأجنبية	أولاً - العملة المصدرة
- الذهب والفضة	ثانياً - حسابات رأس المال والاحتياطي
- العملات الأجنبية	ثالثاً - حسابات مدينة لغيره
- حقوق السحب الخاصة	- الودائع الحكومية.
- رصيد الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي، والودائع لدى المؤسسات والمصارف الدولية والديون على الخارج (شهادات الودائع المركزية التي تصدرها مصارف مركزية في النظم غير الربوية).	- الودائع المصرفية
- حقوق في الاستثمارات الأجنبية (الاستثمارات بواسطة مصارف إسلامية غير مقيمة).	- شهادات الودائع الإسلامية المركزية المصدرة.
ثانياً - شهادات إسلامية حكومية وديون على الحكومة	- الديون والقروض (داخلية وخارجية).
ودائع مركزية لدى المصارف الإسلامية	رابعاً - المخصص من حقوق السحب الخاصة
حسابات إقراض لدى المصارف الإسلامية	خامساً - نقود يمكن تحصيلها فيما بعد
ثالثاً - نقود تحت المحصيل	سادساً - المطلوبات الأخرى
رابعاً - الموجودات الثابتة والاستثمارات المحلية والدولية	
خامساً - النقود الحاضرة	
سادساً - الديون على المصارف التجارية والمؤسسات الأخرى	
سابعاً - الموجودات الأخرى	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: - وليد مصطفى شاويش، السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 2011م، ص 111.

- فريدة معارفي، استراتيجية تحول البنوك التقليدية إلى بنوك إسلامية: دراسة استشرافية للعمل المصرفي الإسلامي في الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015م، ص 225.

- فلاح ثويني، آليات تطبيق نظام نقدي إسلامي في دول إسلامية مختارة للمدة (1981-2006)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق، 2009م، ص 49.

خامساً - تتطلب إدارة الاحتياطي أيضاً، تنسيقاً دقيقاً بين الأصول والخصوم في ميزانة البنك المركزي، وهو إجراء استباقي لتفادي عدم تطابق وتوافق العملات "Currency Mismatch"، والتي تنشأ عن اختلاف العملات

المكونة للاحتياطي والالتزامات قصيرة الأجل، وبالتالي فإن هذا التفاوت في العملات يمكن أن يؤدي إلى خسائر مالية فادحة، خاصة في حالة حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الصرف¹.

المطلب الثالث: الآليات المتعلقة بإدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي

تواجه معظم الدول الإسلامية اليوم مشكلة السحب من الاحتياطيات، مما يؤدي إلى آثار سلبية في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، دون إغفال إمكانية وقوع بعض هذه الدول في "دائرة الدين الخبيثة"، حيث تقترض لسداد ديونها القائمة، مما يؤدي إلى مصيدة مالية يصعب الخروج منها بسبب تفاقم عجز الموازنة والدين العام².

وفي هذا السياق؛ يجب استكشاف آليات تمويل غير تقليدية، ومصادر ابتكارية لتعزيز الإيرادات وترشيد الإنفاق العام، لتقليل الضغط على الموازنة، وهذا يسهل على الدولة أداء وظائفها الأساسية، والتوسع في المشروعات التنموية دون الاعتماد على التمويل الخارجي، ومن أهم هذه الآليات: الزكاة، الوقف، تنمية الإيرادات، ترشيد الإنفاق، صيغ التمويل الإسلامية، والقروض الشرعية، هذه الحلول تهدف لمعالجة عجز الموازنة الناتج عن تجاوز الإنفاق للإيرادات، أو زيادة الواردات عن الصادرات، مما قد يؤدي إلى تفاقم الدين العام الخارجي³.

1- سياسة تنمية الإيرادات: تشمل استغلال كل ما من شأنه أن يعظم إيرادات خزينة الدولة، ومنها استثمار أملاك الدولة كالأراضي، وذلك بمنحها للقطاع الخاص ثم فرض ضريبة محددة على ناتج الأرض، أو استخدام نسبة معينة من الأرباح التي حققها القطاع الخاص؛ وهذا الإجراء يضمن للدولة موارد إضافية دون الحاجة إلى أي شكل من الإنفاق، بالإضافة إلى أن التأثيرات الجانبية في الغالب تكون إيجابية، وتشمل تخفيف البطالة التي تعاني منها معظم الدول⁴.

2- سياسة ضبط وترشيد الإنفاق العام وقاية من اللجوء إلى احتياطي الصرف الأجنبي: يحث الاقتصاد الإسلامي على ترشيد الإنفاق العام وضبطه حتى لا يؤدي ذلك إلى زيادة العجز في الموازنة العامة، وفي هذا يقترح

¹ محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص 197-198.

² المرسي أحمد السيد حجازي، صيغ التمويل الإسلامية وعلاج عجز الموازنة العامة في البيئة الإسلامية مع الإشارة للصكوك الإسلامية، موقع موسوعة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الإسكندرية، مصر، ماي 2013م، متاح على الموقع: <https://iefpedia.com>، تاريخ الاسترداد: 25-03-2024م.

³ عبد الصبور أحمد الدجاوي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، مقال منشور في مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد الثالث، الصفحات 248-255، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018م، ص 252.

⁴ حمو زعي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بالصكوك الإسلامية: تجربة بعض الدول الغربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر(3)، الجزائر، 2017م، ص 106، دون مؤلف، من رواد الاقتصاد الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد الثاني والسبعون، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، جوان 1987م، ص 35.

المالوردي ضغط "ضبط" المصروفات غير الضرورية كأحد السياسات التي تؤدي إلى تقليل عجز الموازنة¹، ولا يكون ذلك إلا بتأجيل الإنفاق أو الاقتراحات الجديدة، أما المصروفات الحتمية فلا تؤجل، لأن تأجيلها يجعلها ديناً لا بد من الوفاء به، وذلك ما تتطلبه اللوائح المنظمة لإعداد الموازنات في الدول الحديثة، بحيث تتضمن البنود والمصروفات الحتمية ثم يلي ذلك الاقتراحات الجديدة.

3- صيغ التمويل الإسلامي البديلة عن احتياطي الصرف الأجنبي: تعد الصيغ التمويلية الإسلامية بديلاً واعداً للسياسة النقدية التقليدية، حيث تساهم بشكل فعال في تعزيز الاستقرار المالي، وتشير الدراسات والتجارب العلمية إلى أن هذه الصيغ يمكنها تقديم حلول مبتكرة لمواجهة الأزمات الاقتصادية، ومن بين هذه الصيغ:

أ- تمويل قائم على مبدأ صيغ المضاربة والمشاركة: تعدّ الشراكة بين القطاعين العام والخاص نموذجاً واعداً لإعادة تأهيل المؤسسات وتحسين أدائها، حيث تسمح بتوزيع المخاطر والمكافآت بينهما، وتخفف القطاع الخاص على الاستثمار في تطوير المؤسسات، مع الحفاظ على دور الدولة في توجيه الاقتصاد وتنظيمه، الأمر الذي من شأنه أن يساهم في إدخال آليات السوق وتطبيق أفضل الممارسات الإدارية، وبالتالي تعزيز الكفاءة والإنتاجية، والحفاظ على الموارد الوطنية وتطويرها بشكل مستدام².

وعلاوة على ذلك، يمكن أن تساهم الشراكة بين القطاعين العام والخاص بشكل فعال في تعزيز الاستثمار في المشروعات الإنتاجية ذات الأهمية الاستراتيجية، وتتخذ هذه الشراكة عدة آليات؛ في شكل مشاركة في رأس المال، أو تقديم قروض حسنة ميسرة أو ضمانات ائتمانية، أو من خلال آلية المقارضة، حيث يكون صاحب رأس المال هو القطاع الخاص، تلعب الدولة دور المقارض³، ومن ناحية أخرى؛ لتشجيع الاستثمار في المشروعات الحيوية ذات الأهمية المجتمعية، والتي تتطلب استثمارات ضخمة أو فترات نضوج طويلة، يمكن للدولة أن تقدم حزمة من الحوافز للمستثمرين من القطاع الخاص، وتشمل هذه الحوافز زيادة حصة المشاركين في الأرباح المتوقعة، مما يساهم في تعويض المستثمرين عن المخاطر المرتبطة بهذه المشروعات وتشجيعهم على المشاركة فيها، كما يمكن للدولة أن تقدم حوافز أخرى، مثل الضمانات الحكومية أو التسهيلات الإدارية، بهدف تحقيق التوازن بين الأهداف الاقتصادية

¹ علي بن حبيب بن محمد المالوردي، الأحكام السلطانية والولايات الدينية، تحقيق مبارك أحمد البغدادي، مكتبة دار ابن قتيبة، الكويت، 1989م، ص 107.

² صابرينه كردودي، طيب دواوي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، دراسة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014م، ص 20.

³ عبد العليمه نجاح أبو الفتوح، التمويل بالعجز: شرعيته، وبدائله من منظور إسلامي، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد الخامس عشرة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2003م، ص 79.

والاجتماعية، كما يمكن للقطاع الخاص أن يساهم بخبراته ورأس ماله، بينما توفر الدولة الأصول الثابتة والدعم المؤسسي، مع الاحتفاظ بحق الرقابة الإدارية؛ ويمكن للحكومة أن تتحكم في نسبة مشا ركتها، من خلال سوق الأوراق المالية؛ وتصلح صيغة المشاركة في تمويل كبرى المشروعات، والتي تحتاج إلى استثمارات ضخمة في الأصول الثابتة، نحو الأنفاق أو السكة الحديدية أو الطيران وغيرها، عن طريق إصدار صكوك بمساهمة أصحابها في المشروع؛ وتكون لحامليها حصة في الإيرادات الإجمالية للمشروع¹.

أمّا شكل المضاربة باعتبارها ضمن الأطر الشرعية للتعاملات المالية، حيث تسمح للمضارب بحرية التصرف في رأس المال المستثمر، وتتميز هذه الآلية بمرونتها وقدرتها على تحريك الموارد الاقتصادية نحو المشروعات الإنتاجية، وتتناسب المضاربة بشكل خاص مع المشروعات الضخمة ذات الأصول الثابتة، كالبنية التحتية، ومع ذلك، فإن نجاح المضاربة مرهون بتوفر بيئة اقتصادية مستقرة، ووجود إطار قانوني واضح يحمي حقوق المستثمرين، فضلاً عن إجراءات حكومية داعمة، مثل توفير الحوافز الاستثمارية، وتبسيط الإجراءات، كما يتطلب توفر المهارات الإدارية لضمان إدارة الأموال المستثمرة بكفاءة.

يمكن القول أن البنك الإسلامي يمثل حلاً مبتكراً لمشكلة عجز الموازنة العامة، حيث يمكنه أن يقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والجهات الحكومية، من خلال تقديم رأس المال للمشروعات الحكومية ذات الجدوى الاقتصادية، كما يمكنه أن يساهم في تطوير وتنشيط الاقتصاد، وتوفير فرص جديدة²، وعلى هذا الصعيد يقدم البنك الإسلامي رأس المال للدولة، التي تقوم مقام المضارب في الشركة، ويتقاسمون الأرباح -إن تحققت- حسب الاتفاق، بينما يتحمل البنك الخسائر لوحده، تطبيقاً لقاعدة العُثم بالغُرم، حتى تكون صيغة المضاربة سليمة.

ب- التمويل القائم على البيع: يشتمل هذا التمويل على عدة أنواع، أبرزها المراجعة، بيه الاستصناع، والسلم، وفي نموذج المراجعة للأمر بالشراء، يقوم البنك الإسلامي بشراء سلعة محددة بطلب من الحكومة في هذه الحالة، وبسعر محدد، ثم يبيعها للعميل بسعر أعلى يشمل الربح، وتعتبر هذه الصيغة مناسبة لتمويل الاحتياجات الاستهلاكية والإنتاجية، حيث توفر مرونة في اختيار السلع وتحديد شروط البيع، ويمكن اعتبارها بمثابة قرض تجاري يتم فيه تح ديد الربح مسبقاً، بمراجعة الأحكام الشرعية، ويمكن اعتبار هذه الحالة علاجاً مبتكراً لمشكلة تمويل المشروعات الحكومية،

¹ مرسى الحجازي، اتساع نطاق الدين العام في دول العالم الإسلامي المشكل والحلول، دراسة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الخامس للاقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، 2003م، ص ص28-29.

² فاطمة الزهراء سبع، مُجد قويدري، أساسيات صيغ التمويل الإسلامي المطبقة في الاقتصاد الإسلامي، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد الثاني والثلاثون، العدد الثاني، الصفحات 217-235، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2016م، ص228.

باعتبار هذه الصيغة تساهم في تنشيط الاقتصاد من خلال زيادة الطلب على السلع والخدمات، وتوفر تمويلا طويلا الأجل¹.

-**الاستصناع:** يلعب البنك الإسلامي دورا وسيطا في عقد الاستصناع، فيكون صانعا في علاقته بالدولة بضمن مؤجل، ويكون التمويل فيه من بائع السلعة للحكومة مع تحديد تاريخ الدفع بعد التسليم، بينما يكون البنك مستصنعا في معاملته مع المقاول مع تقديم الثمن، أي أنه يتعاقد مع صانع آخر لتصنيع السلعة ثم يبيعها للدولة، وبذلك يساهم البنك في تسهيل عملية التمويل وتوفير السيولة اللازمة للمشروعات، والجدير بالذكر أن عقد الاستصناع يتميز بمرورته وقدرته على التكيف مع مختلف أنواع المشروعات، فبإمكان البنك الإسلامي أن يمول مشروعات إنتاجية متنوعة، سواء تعلق الأمر بمنتجات منمطة أو غير ذلك، ويمكنه التعاقد مع صانعين آخرين، فضلا عن كونه يضمن حقوق جميع الأطراف المتعاقدة، ويحد من المخاطر التي تواجههم².

- **بيع السلم:** فهو أحد عقود البيع الآجل، أي شراء آجل بعاجل، وقد تطرقنا لمشروعته في الفصل الأول، وتتميز سلعة السلم بكونها سلعة معيارية وموجودة بالفعل في السوق، مما يميزها عن عقد الاستصناع، ويستخدم عقد السلم بشكل واسع في تمويل التجارة الدولية، حيث يوفر مرونة في تمويل المشروعات الإنتاجية، وتلبية احتياجات السوق، ويمكن أن تستخدم هذه الصيغة كأسلوب للتمويل الحكومي للخدمات، وذلك من خلال تعاقد الحكومة مع آخرين على بيع سلعة أو خدمة لهم في المستقبل مقابل مبالغ معجلة تستلمها منهم حالا³، كما يمكن الاستفادة منها في تنمية الإنتاج الوطني، مثلا في مجال البترول أو المستخرجات أو الزراعة أو الانتاج الحيواني، حيث يتم التسليم والتخزين، ثم البيع بسعر السوق⁴.

ج- **استغلال الزكاة لتقليل الضغط على الاحتياطي:** مفهوم الزكاة مرتبط بشكل وثيق بمفهوم الضمان الاجتماعي الذي تتبناه الدول، حيث أن مصارف الزكاة تشمل فئات المجتمع التي تحتاج للدعم، وعند تطبيق الزكاة وفق أحكامها الشرعية، فإن ذلك يخفف الكثير من الأعباء على الدولة، ويقلص بعض النفقات التي كانت موجهة إلى المشروعات

¹ سامي حمود، بيع المراجعة للأمر بالشراء، مقال منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، الجزء الثاني، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، ص1092.

² أحمد مصطفى الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، سلسلة محاضرات العلماء البارزين رقم "12"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 1999م، ص20.

³ حسين علي السائح، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)، الأسواق المالية الإسلامية ... بين الواقع والواجب، إسطنبول، تركيا، 8-9 نوفمبر 2019م، ص322.

⁴ فاطمة الزهراء الراشدي، الصكوك السيادية لتمويل عجز الميزانية العامة -صكوك السلم بالمغرب، مجلة بيت المشورة، العدد العشرون، الصفحات 159-198، قطر، أكتوبر 2023م، ص184.

الاجتماعية، ومنه تخفيف الضغط على الاحتياطي، فضلا عن أنها تساهم في بناء مجتمع متماسك، بواسطة توزيع الثروة بشكل عادل، ويقلل الفجوة بين الغني والفقير، وتشجع على المشاركة المجتمعية¹، وبهذه الطريقة يُمكن أن تكون الزكاة أداة فعالة لتحقيق التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للدولة، حيث تساهم في تعزيز الاستقرار المالي وتحقيق التنمية المستدامة²، وتعتبر الزكاة من أهم أدوات السياسة المالية التي تتناسب مع إجراءات تنمية الإيرادات، لأنها تفرض على الأموال النامية أو المفترضة للنماء، ويشترط من هذا أنه كلما زادت أموال القطاع الخاص، زادت الإيرادات العامة نسبيا.

ح- دور الوقف* في تمويل الخدمات العامة وتجنب التركيز على الاحتياطي: لقد أثبت الوقف الإسلامي على مرّ العصور قدرته الفائقة على النهوض بالأمة، من خلال مساهمته الفعالة في مجالات التعليم، والتنمية الاجتماعية والاقتصادية³، فقد تمكن الوقف من تحمل عبء كبير من الإنفاق العام، الذي بات يأخذ حيزًا كبيرًا من موازنات الدول المعاصرة، وذلك من خلال إنشاء وتطوير العديد من المرافق والخدمات الأساسية، مثل المساجد، والمستشفيات، والمدارس، والبنية التحتية، وبذلك، ساهم الوقف في تخفيف الأعباء المالية على الحكومات، وتعزيز التكافل الاجتماعي⁴.

يمكن لدعم الوقف للموازنة العامة أن يكون مباشرًا من خلال تمويل العجز المالي، أو غير مباشر من خلال تقديم الخدمات العامة، وفي كلتا الحالتين يجب أن يتم هذا الدعم وفقًا للأولويات الإسلامية، مع التركيز على تلبية الاحتياجات الأساسية للمجتمع، قبل التوجه إلى الاحتياجات الثانوية¹؛ إن الوقف، بمرونته وقدرته على التكيف مع المتغيرات، يمثل نموذجًا فريدًا للاستثمار الاجتماعي، قادرًا على تحقيق المشاركة المجتمعية والتنمية المستدامة.

¹ محمد الموميني، عجز الموازنة العامة في الاقتصاد الإسلامي وطرق علاجه، مقال منشور في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الخامس عشرة، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر، 2014م، ص288.

² عزوز مناصرة، أثر تطبيق فريضة الزكاة على المالية العامة للمجتمعات الإسلامية المعاصرة، دراسة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي؛ الواقع... ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 2011م، ص14.

* الوقف في الاصطلاح الفقهي هو تحبيس عين مالية أو عينية، بحيث يتم الاستفادة من عوائدها وثمارها في أغراض خيرية محددة، مع بقاء الأصل مملوكًا للأوقاف، كما يمثل عقدا قانونيا يتم بموجبه حبس مال أو عين، بحيث لا يجوز التصرف فيه بالبيع أو الهبة، وإنما يصرف ريعه في أغراض خيرية محددة وفقا للشروط الواردة في العقد، محمود أحمد مهدي، نظام الوقف في التطبيق المعاصر: نماذج مختارة من تجارب الدول والمجتمعات الإسلامية، وقائع ندوات رقم (45)، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد، الرياض، السعودية، 2003م، ص9.

³ هو زعي، مرجع سابق، ص107.

⁴ أحمد عبد الكريم أحمد، دور الوقف في تخفيف العبء عن الموازنة العامة -دراسة مطبقة على الموازنة المصرية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث عشرة، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر، جوان 2013م، ص324.

¹ محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص211.

وفيما يلي نظرة عامة على أحدث الآليات والطرق المتبعة لتعزيز الموازنة العامة للدولة:

الفرع الأول- المنتجات الوقفية ودورها في التقليل من الاعتماد على الاحتياطي في ظل النظام المالي الإسلامي:

رغم سيادة العقارات على الأعيان الوقفية في معظم الدول الإسلامية، نجحت بعض مؤسسات الأوقاف في تطوير آليات حديثة لجمع التمويلات، مثل الصناديق والأسهم الوقفية، مما يساهم بشكل مباشر في دعم الخزينة العامة¹.

- **الصناديق الوقفية ذات الأغراض المحددة:** تستمد الصناديق الوقفية أهميتها من تمتعها بالاستقلالية في الإدارة (إدارة ذاتية) تسمح لها بالتطور المستمر، وتعمل على تلبية احتياجات المجتمع بالتعاون مع الجهات الرسمية، ولها هدف محدد؛ تجمع تبرعات لتحقيق أهداف محددة مثل الصحة والتعليم والرعاية الاجتماعية، فضلاً عن المساهمة في سد الفجوة في الخدمات التي لا تستطيع الدولة توفيرها بالكامل².

- **الأسهم الوقفية:** انتشرت الأسهم الوقفية بشكل كبير في العالم الإسلامي خلال العقود الأخيرة، وتتميز بمرونتها؛ حيث تسمح للأفراد بالمساهمة في مشاريع وقفية كبيرة بمبالغ صغيرة³، وبفضل السيولة النقدية التي توفرها، تساهم الأسهم الوقفية في دعم المشروعات الخيرية الحكومية⁴.

الفرع الثاني- دور المؤسسة الوقفية في التقليل من الاعتماد على الاحتياطي في ظل النظام المالي الإسلامي:

تاريخياً لعبت المؤسسات الوقفية والخيرية دوراً محورياً في الاقتصاد الإسلامي، حيث تولّت تقديم العديد من الخدمات العامة، التي تقوم بها الحكومات اليوم، هذا النموذج الاقتصادي أثبت فعاليته في تخفيف العبء عن الميزانيات الحكومية، وتعزيز المشاركة الشعبية في صنع القرار، وتحسين كفاءة تقديم الخدمات، بالإضافة إلى ذلك، ساهمت هذه المؤسسات في تقليل الفساد، وزيادة وصول الخدمات إلى الفئات المستضعفة. وباختصار، يمكن القول إن النموذج الاقتصادي القائم على المؤسسات الوقفية والخيرية، يمثل نموذجاً متوازناً يجمع بين الكفاءة والعدالة الاجتماعية¹.

4- سياسة فرض الضرائب (التوظيف): تعتبر الضرائب في العصر الحديث ركيزة أساسية لإيرادات الحكومات، إلا

أن الإسلام وضع ضوابط صارمة على فرضها وجبايتها. ففي حين أن الضرائب ضرورية لتسيير شؤون الدولة، إلا أنه

¹ أحمد صديقي، سعاد فقيحي، الصناديق الاستثمارية الوقفية كآلية لاستثمار أموال الوقف، مقال منشور في مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد الثاني، العدد السادس، الصفحات 144-159، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، جوان 2018م، ص152.

² محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص211.

³ مروة صوار، زبير عياش، مساهمة الصكوك الوقفية في تعزيز الشمول المالي -دراسة تجارب مجموعة من الدول الإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد الخامس عشرة، الصفحات 268-281، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2022م، ص271.

⁴ عبد الله طارق، دعم الوقف للموازنة العامة للدولة - الدلالات المنهجية والشروط الموضوعية، مقال منشور في مجلة أوقاف، المجلد التاسع، العدد السادس عشرة، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2009م، ص124-126.

¹ مندر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية: دراسة حالة ميزانية الكويت، مرجع سابق.

لا يجوز أخذ مال أحد إلا بحقه، ولا يجوز الاقتطاع من أموال الأفراد إلا برضاهم¹، وقد وضع الفقهاء الإسلاميون مجموعة من الضوابط للضرائب، أهمها: تخفيف الأعباء عن الفقراء من خلال تخفيض الضرائب على الضروريات، واستخدام الضرائب كأداة لتحقيق التوازن الاقتصادي بحيث تزيد في أوقات الرخاء وتنخفض في أوقات الأزمات.

5- القروض الشرعية كحلّ لسدّ عجز الموازنة العامة في الدول الإسلامية: تضع الشريعة الإسلامية معايير واضحة للتعامل مع الاقتراض، حيث لا يجوز إلا في الحالات التي تستدعيها الضرورة الشرعية، ويشترط أن يكون الاقتراض خالياً من الربا، وأن يستهدف تمويل المشروعات التي تعود بالنفع على المجتمع، كما يؤكد الإسلام على الحفاظ على المال الخاص، وعدم الاعتماد على الاقتراض كحل دائم لإدارة الاقتصاد، وعلى نحو آخر فإن الشريعة تفضل في حفاظها على أموال الأفراد، اللجوء إلى الاقتراض في حال وجود أمل في تحقيق إيرادات مستقبلية تغطي الدين، أما إذا غابت هذه الإمكانية، فإن الضريبة تعتبر الخيار الأنسب.

6- نظام بوت "B.O.T" ودوره في سدّ احتياجات الدولة: يعتبر هذا النظام جديداً ويعرف بالانجليزية: "BUILD OPERATE AND TRANSFER"، ويتم الإشارة إليها باللغة العربية بالعبرة: "بناء تشغيل - نقل الملكية".

تعتمد الحكومات على نموذج "البناء والتشغيل والنقل" (BOT) لتمويل مشروعات البنية التحتية الكبرى مثل: الطرق والجسور والمطارات، وذلك لعدم توفر الموارد الكافية لديها²، يتم ذلك عن طريق إسناد تصميم وتنفيذ وتشغيل المشروع إلى القطاع الخاص، الذي يستثمر فيه ويعود له جزء من الأرباح مقابل الرسوم التي يتم تحصيلها من المستخدمين، هذه الطريقة تساعد على توفير الأموال وتسريع تنفيذ المشروعات، خاصة في الدول النامية³. يوفر هذا الأسلوب فوائد عديدة لكلا الجهتين، أهمها: ¹:

- تخفيف العبء المالي على الدولة؛ يتحمل القطاع الخاص تكاليف المشروع، مما يخفف الضغط على ميزانية الدولة ويسمح بتوجيه الأموال لقطاعات أخرى.

¹ محمد علي بني عبد، مرجع سابق، ص 43.

² The World Bank, The build, operate, and transfer (BOT) approach to infrastructure projects in developing countries, Available at the link: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/919341468766792679/the-build-operate-and-transfer-bot-approach-to-infrastructure-projects-in-developing-countries>, Date of access: March 25, 2024.

³ السيد ناهد، حقيقة نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية (B.O.T)، دراسة مقدمة للدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 2009م، ص 5.

¹ أحمد محي الدين أحمد، تطبيق نظام البناء والتملك (B.O.T) في تعمير الأوقاف والمرافق العامة، دراسة مقدمة في الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 2009م، ص 2-3.

- يساهم في تحسين تخصيص الموارد العامة لصالح القطاعات الخدمية والاجتماعية، مثل الصحة والتعليم.
- يساهم في تحفيز تدفق الاستثمارات الأجنبية، من خلال تحسين بيئة الاستثمار، مما ينعكس إيجاباً على سوق العمل، ويحفز نقل المعرفة والتكنولوجيا.
- جلب التكنولوجيا الحديثة والخبرة الفنية، وتنشيط سوق المال، بالإضافة إلى أن هذا الأسلوب التمويلي يساهم في تحسين تخصيص الموارد العامة، ويخفف العبء عن الميزانية العامة للدولة، ويسمح بتوجيه الموارد نحو القطاعات ذات الأولوية، مثل الأمن والدفاع والتعليم، التي تساهم بشكل مباشر في التنمية المستدامة¹.

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

الصكوك الإسلامية تمثل أداة مالية فعالة في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، حيث تقدم مزايا اقتصادية ملموسة -تطرقنا لها في الفصل الثاني- وما ازدياد الاهتمام بالصكوك الإسلامية على المستوى الدولي إلا مؤشراً على الكفاءة التمويلية وقدرتها المتزايدة في إدارة الفوائض المالية.

المطلب الأول: فعالية الصكوك الإسلامية في تعزيز كفاءة استثمار الفوائض المالية

إن التوسع في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية يساهم في تعزيز كفاءة النظام المالي الإسلامي من خلال توفير أدوات استثمارية متنوعة ومرنة، وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات، وتوجيهها نحو المشروعات الإنتاجية تساهم في تحقيق التنمية المستدامة، ومن أهم خصائص الكفاءة التمويلية للصكوك الإسلامية:

- 1- **خاصية ملكية الأصول:** يمثل نشاط التصكيك آلية مبتكرة للاستثمار تلبي حاجة فطرية لدى الأفراد، تتمثل في الرغبة في التملك والسيطرة على استثماراتهم طوال فترة المشروع، بإصدار الصكوك يحصل المستثمر على حصة شائعة في هذه الأصول، مما يحفزه على تحويل المدخرات من الاكتناز إلى الاستثمار، وبالتالي فإن لخاصية التملك أثر نفسي كبير، وبالعامة الأهمية في التأثير على القرار الادخاري للأفراد²، بالإضافة إلى أن الأصول تتفوق على النقد من حيث القيمة الجوهرية والاستقرار على المدى الطويل، لأن الأصول سواء كانت عقارية أو مالية فإنها تتمتع بقدرة أكبر على الحفاظ على قيمتها الشرائية في مواجهة التضخم، وتولد تدفقات نقدية مستمرة، مما يجعلها أداة تحوط فعالة ووسيلة لتنمية الثروة¹.

¹ أحمد محمد أحمد بخيت، مرجع سابق، ص32.

² الشيخ بن قايد، مرجع سابق، ص111.

¹ محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص182.

2- قابلية تسهيل الأصول: تعتبر خاصية التسييل التي تتميز بها آلية التصكيك (كما تطرقنا لها في الفصل الثاني)، فهي توفر للمدخرين مرونة عالية وتمثل حماية وأماناً لأموالهم، من حيث قدرتهم على استرجاع مدخراتهم عند الحاجة.

3- كفاءة الحفاظ على رأس المال (أمان الاستثمار): تتيح آلية التصكيك للمستثمر المشاركة الفعالة ببناء أصول إنتاجية، مما يجعلهم شركاء في النمو الاقتصادي، وفي ظل الظروف التضخمية، يصبح هذا النوع من الاستثمار أكثر جاذبية، حيث أن الأصول المشاركة فيها تميل إلى الحفاظ على قيمتها الشرائية، بل وزيادتها، بفضل ارتفاع الأسعار، وعلاوة على ذلك فإن العوائد المتحققة من هذه الاستثمارات تتضمن مكوناً تضخيمياً، مما يزيد من العائد الحقيقي للمستثمرين (حيث يتحصل المستثمر على جزء من الأرباح التضخمية العالية، وفي هذه الحالة يزيد العائد الحقيقي على الاستثمار)، ويجعلها وسيلة فعالة لمواجهة التضخم، وتحقيق نمو مستدام للثروة¹.

4- تعزيز الكفاءة الربحية: تعدّ الربحية هدفاً رئيسياً للمؤسسات المالية الإسلامية، وهي تعكس كفاءة هذه المؤسسات في إدارة أصولها ومواردها، لتحقيق أقصى قدر من الربحية، وتتطلب هذه المؤسسات اتخاذ قرارات استثمارية وتمويلية مدروسة، حيث يتم تخصيص الأموال بكفاءة في الأصول المختلفة، وتحقيق التوازن الأمثل بين العائد والمخاطرة، كما تتطلب أيضاً وضع آليات واضحة لتوزيع الأرباح المحققة بين الأطراف المعنية، وذلك إيماناً باتخاذ قرار الاستثمار، والذي يجمع بين التوازن بين الاستثمار الملائم في كل بند من بنود الأصول، دون زيادة تؤدي إلى تعطيل الأموال، أو نقص يؤدي إلى ضياع الفرص².

5- تحويل المدخرات إلى استثمارات: ويستهدف هيكل آلية التصكيك إيجاد منفذ استثماري لكل ادخار يُجمع بها، وهذا يتم بإصدار الصكوك، وكون هذه الآلية تتميز بمرونتها وقدرتها على تلبية احتياجات مختلف الاستثمارات، التي تمر بمراحل يتم من خلالها ضبط حجم الأصول أو المشروعات المطلوب تمويلها، وحساب تكلفتها، ثم ترجعها إلى صكوك حسب الحجم والقيمة والمدة، وحسب الشروط التي تناسب نوع المشروع المراد تمويله، بالتالي فإن هذه الآلية تربط بشكل مباشر الادخار والاستثمار على الأرباح والعوائد، التي تكون محصلة لمشروعات إنتاجية حقيقية¹.

¹ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر، دراسة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثاني: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013م، ص20.

² سميرة مشراوي، أثر التصكيك في تحسين أداء المصارف الإسلامية، مقال منشور في مجلة الباحث، العدد الخامس عشرة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015م، ص253.

¹ عبد القادر زيتوني، صكوك المزارعة-نحو استغلال أمثل لأراضي الوقف الزراعية، مقال منشور في مجلة أوقاف، العدد الثامن والعشرون، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2015م، ص56.

6- مشاركة المدخر في الربح والخسارة: إن مبدأ التشارك في الغنم والغرم، والذي تقوم عليه آلية التصكيك، يمثل الأساس العادل لتوزيع العوائد في النشاط الاقتصادي، وبمعرفة أن الإنتاج يقوم على عناصر يجب أن تتعادل من حيث المنفعة والضرر، وفي ظل هذه القاعدة يتعادل صاحب رأس المال (المدخر)، مع القائم والمنظم لإدارة الإنتاج (المستثمر)، ويتحمل جميع أصحاب المصلحة في المشروع نصيبهم العادل في معادلة الربح-الخسارة بما يتناسب مع نسبة مساهمتهم في المشروع، وفي الجانب التقليدي يمنح صاحب المال عائداً مضموناً بغض النظر عن نتيجة الاستثمار¹.

ثانياً- مقومات كفاءة الصكوك الإسلامية في التمويل

1- فعالية الصكوك الإسلامية في تحقيق العدالة التوزيعية للموارد: تتميز الصكوك الإسلامية بمرونة عالية في تلبية احتياجات المستثمرين المتنوعة، مما يجعلها أداة فعالة لجذب وتعبئة المدخرات، فتنوعها من حيث الأجل والقيمة الإسمية، والفئات والأعراض ووسائل الحصول على العائد، إلى جانب إمكانية تداول العديد منها في الأسواق الثانوية، يوفر خيارات استثمارية واسعة، تلي أهدافاً استثمارية متنوعة، بما في ذلك تحقيق عوائد تنافسية مع الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية²، وبفضل ارتباطها بالأصول الحقيقية، تعتبر الصكوك أداة فعالة لحماية رأس المال من آثار التضخم، فهي تعمل كآلية للتخوط ضد التضخم، بمحافظتها على القدرة الشرائية للاستثمارات على المدى الطويل³؛ فهي إذن وسيلة فعالة للتوزيع العادل للثروة⁴، وتحقيق مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، حيث تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج من الاستثمار بنسبة عادلة، وبالتالي يتم التقليل من الفجوة بين الأغنياء والفقراء، وهذا من أهداف الاقتصاد الإسلامي التي يهدف إليها¹.

¹ مجموعة من المؤلفين، موسوعة فقه المعاملات (الأبحاث، التطبيقات، الفتاوى، المصطلحات)، الجزء الثالث، ص377، متاح على الرابط: <https://shamela.ws/book/968/1728>، تاريخ الاسترداد: 16-03-2024م.

² منصور عبد المالك المصعبي، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة، بحث مقدم ضمن ملتقى المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، يومي 31 ماي و03 جوان 2009م، ص17.

³ ربيعة بن زيد، سليمان ناصر، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، دراسة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2014م، صص11-12.

⁴ محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، دراسة مقدمة إلى الدورة العشرين لجمع الفقه الإسلامي، وهران، الجزائر، يومي 13 و18 سبتمبر 2012م، ص2.

¹ رفيق شرياق، خير الدين معطي الله، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، دراسة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة 08 ماي 1945م، قلمة، الجزائر، 3-4 ديسمبر 2012م، ص254.

2-فعالية الصكوك الإسلامية في تعزيز كفاءة أسواق المال الإسلامية: تعدّ الصكوك محركًا رئيسيًا لتطوير أسواق المال الإسلامية، حيث تساهم في توسيع نطاق الأدوات المالية المتاحة، وتعزيز السيولة، وخلق مؤسسات مالية متخصصة، وبالتالي فهي تساهم في تعزيز كفاءة هذه الأسواق، وتوسيع نطاقها¹، كما أنها تجذب فئات جديدة من المستثمرين المحليين والدوليين، وفضلاً على ذلك، فإن أساسها الشرعي الذي يضمن العدالة والشفافية يجعلها خيارًا آمنًا وموثوقاً به، مما يعزز من ثقة المستثمرين²، إضافة إلى تقييم الأثر الإيجابي للصكوك الإسلامية على كفاءة الأسواق المالية، لا بد من الاطلاع على مفهوم الكفاءة السوقية الذي يشير إلى سرعة انعكاس المعلومات الجديدة على أسعار الأوراق المالية، وتحقيق ذلك على أرض الواقع ولو بشكل مقتضب

وبناءً على سبق؛ يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية تلعب دورًا حاسمًا في رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، وإذا تم استبعاد الممارسات المالية المحرمة (الغرر، الغش، الغبن، والمخاطر العشوائية الهادمة وغيرها)، بالإضافة إلى توجيه الاستثمارات نحو مشروعات منتجة، سنجد أن الصكوك تساهم بشكل صريح في تحقيق تخصيص أمثل للموارد، فضلاً عن توفير بيئة استثمارية نزيهة ومستدامة.

3- فعالية الصكوك الإسلامية في الحد من الأزمات المالية والتعافي منها: يرتبط التمويل الإسلامي ولا سيما الصكوك الإسلامية، بشكل وثيق بالاقتصاد الحقيقي، فإصدار الصكوك يشترط وجود أصول حقيقية تدعمها، مما يضمن أن النمو في الكتلة النقدية يكون مرتبطاً بزيادة الإنتاجية، وهذا الارتباط الوثيق بين التمويل والإنتاج، يساهم في تحقيق توازن مستدام بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي³.

4- الصكوك الإسلامية كأداة فعالة للتحوط من المخاطر: تواجه المستثمرين الماليين مجموعة واسعة من المخاطر، بما في ذلك المخاطر النظامية والمخاطر المتعلقة بالمنتجات المالية المعقدة، مثل: مخاطر السعر المرجعي، المخاطر القانونية، مخاطر الائتمان، المخاطر الشرعية، مخاطر السيولة، والمخاطر المتعلقة بالاقتصاد ككل، غير أن الصكوك

¹ وليد عوجان، مرجع سابق، ص48.

² عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال: التجربة الماليزية أمودجا، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015م، ص ص145-157.

³ أحمد طرطار، دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الإقراض والتمويل لتحقيق التنمية، دراسة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2014م، ص14.

الإسلامية تتميز بقدرتها على التحوط من المخاطر، نظرًا لقدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية، وذلك من خلال ربط العائد بالربح الحقيقي للمشروع وتجنب المخاطرة غير المحسوبة والمقامرة¹.

5- الصكوك الإسلامية كأداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية: الصكوك الإسلامية لها فعالية باهرة في بلوغ التنمية الاقتصادية، كونها تملك القدرة على حشد الموارد المالية، وتوجيهها نحو المشروعات التنموية الكبرى، مثل مشروعات البنية التحتية، كالمطارات، والموانئ، والنفط والغاز، والطرق وغيرها، وتوجيهها أيضا نحو المشروعات الإنتاجية، فضلا عن مرونتها في التصميم، وتجعل منها أداة مثالية لتمويل المشروعات الكبرى والمتوسطة والصغيرة، بما فيها التنمية الخيرية.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تنويع بدائل التمويل الخارجي

أولاً- بدائل التمويل الخارجي من منظور إسلامي

يعتبر التمويل الخارجي من الدول غير الإسلامية مصدراً مثيراً للجدل، وذلك بسبب المخاوف المتعلقة بمشروعية الصيغ التمويلية المستخدمة، والتبعية الاقتصادية والسياسية التي قد تنجم عنه، فبينما يوفر هذا النوع من التمويل موارد مالية ضرورية للعديد من الدول، إلا أنه يحمل في طياته مخاطر قد تهدد سيادتها واستقلالها الاقتصادي، والجدير بالذكر بأنه يمكن توفر بدائل للتمويل الخارجي من خلال طرح صكوك في الأسواق المالية العالمية، كأسلوب استثماري وأداة تمويلية إسلامية مبتكرة، وفعالة لتمويل مشروعات البنية التحتية الكبرى، ويتم تحديد قيمة هذه الصكوك بإضافة هامش ربح محدد على التكلفة الإجمالية للمشروع، ثم يتم إصدار الصكوك بالقيمة الإجمالية، وتسدد من العائدات المستقبلية للمشروع، هذه الآلية توفر تمويلاً طويلاً للأجل للمشروعات الاستراتيجية، وتساهم في تنويع مصادر التمويل، وتقلل من المخاطر على المستثمرين، ومع ذلك تواجه صناعة صكوك المراجعة بعض التحديات، مثل الحاجة إلى تطوير أسواق أكثر عمقا وسيولة².

¹ عبد الكريم قندوز، بن علي بلعوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، دراسة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2007م، ص 17-18.

² نجاح عبد العليم أبو الفتوح، مرجع سابق، ص 83.

ثانياً- دور الصكوك الإسلامية في تعزيز استدامة* الديون السيادية

تواجه العديد من الدول الإسلامية تحديات اقتصادية تتمثل في ارتفاع مستوى الدين العام، ينشأ هذا الدين عن التزامات مالية للدولة اتجاه دائنين مختلفين، سواء كانوا دولاً أو مؤسسات مالية دولية (ديون خارجية)، وقد نتج هذا التراكم عن عوامل متعددة، منها زيادة الإنفاق الحكومي وتذبذب الإيرادات، ويؤدي ارتفاع الدين العام إلى زيادة تكاليف خدمة الدين، والجدير بالإشارة إلى أن صكوك الملكية التي تمثل حقاً في الحصول على خدمات عامة (كخدمات التعليم، النقل والصحة)، حلاً مبتكراً لإدارة الدين العام في الدول الإسلامية، بدلاً من إصدار السندات التقليدية، ويمكن للدولة إصدار هذه الصكوك لتمويل مشروعات البنية التحتية والخدمات العامة، وبهذه الطريقة يتم تحويل الدين من مجرد التزام مالي إلى استثمار في رفاهية المواطنين.

كما تعد صكوك الاستصناع حلاً مبتكراً لإدارة الدين العام، حيث يمكن للدول استبدال ديونها بهذه الصكوك، وتمثل حقاً في الحصول على سلع منتجة محلياً، وبهذه الطريقة يتم تحويل الدين من التزام مالي إلى استثمار في الإنتاج المحلي، عوض الإبقاء على القروض الخارجية، وما ينتج عنها من زيادة في تكلفة خدمة الدين، وربما يترتب عنه من عجز عند السداد، وبالتالي عدم استدامة المالية العامة¹، كخلاصة وفي نفس سياق فعالية الصكوك في حل مشكلة المديونية، سواء كانت ديوناً خارجية أو داخلية، وبدلاً من سداد هذه الديون نقداً يمكن للدولة أن تستبدلها بصكوك ملكية، مما يتيح لحاملي هذه الصكوك الحصول على خدمات عامة تقدمها الدولة مستقبلاً، مثل خدمات النقل والصحة والتعليم².

المطلب الثالث: تطبيقات الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي

تستطيع الدولة عن طريق الاستثمار في الصكوك، من تحويل عبء التمويل من القطاع العام إلى القطاع الخاص، والمستثمرين المؤسساتيين، مما يخفف الضغط على الاحتياطيات، كما يعزز مشاركة القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية المستدامة، كما يمكن للدولة من خلال الصكوك نقل عبء التمويل لاسيما مشروعات البنية الأساسية

* تسعى الاستدامة المالية الإسلامية إلى تحقيق توازن مالي مستدام من خلال استبدال أدوات التمويل التقليدية الربوية بأدوات إسلامية مبتكرة، مثل الصكوك؛ هذه الأدوات التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، توفر بدائل شرعية وكفوة تحقق الاستقرار المالي على المدى الطويل، وتجنب المخاطر المرتبطة بالأنظمة المالية التقليدية

¹ فتحي خن، كفاءة المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستدامة المالية للديون السيادية، مداخلة ضمن المؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي تحت عنوان "الجوانب المؤسسية للإصلاحات الاقتصادية والنقدية والمالية، الدوحة، قطر، 25 مارس 2015م، ص 17.

² مُعطي الله خير الدين، رفيق شرياق، مرجع سابق، ص 225.

ذات المبالغ الكبيرة للقطاع الخاص، وكذلك بناء المرافق الاقتصادية دون تحميل موازنة الدولة أعباء مالية مباشرة، ودون اللجوء للاقتراض، ومن شأن تمويل هذه المشروعات والمرافق من التحصيل على ما يلي:¹

- جذب عملة أجنبية عن طريق الاكتتاب الأجنبي.
- تحقيق نمو اقتصادي مستدام من خلال تخصيص الموارد لتنفيذ مشروعات تنمية حقيقية.
- نشر التكنولوجيا والمعرفة في الدول المستقبلية (المضيف).
- تحسين كفاءة التشغيل (تقليل التكاليف التشغيلية).
- الارتقاء بالوضع الاجتماعي والاقتصادي للمواطنين، عبر زيادة الدخل وتوفير فرص العمل.
- تحسين وتعزيز أداء السوق المالية، وتحديث بنيتها التحتية.
- تحمل القطاع الخاص للمخاطر التجارية (تقاسم المخاطر مع القطاع الخاص).
- امتلاك الدولة للمشروعات خلال مرحلة التنفيذ.

ويتم تمويل المشروعات باستخدام الصكوك كما وفق الآلية التالية:²

- 1- آلية صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية في تمويل المشروعات السيادية: تعتبر صكوك المشاركة والمضاربة أدوات مالية إسلامية فعالة لسد عجز الموازنة العامة، وتوظيف حصيلتها في الاستثمار المدر للدخل، فهي تتميز بمشاركة المستثمرين في ملكية المشروع واتخاذ القرارات المتعلقة به، بينما تقتصر مشاركة حاملي صكوك المضاربة على الحصول على حصة من الأرباح دون المشاركة في الإدارة، وتتمكن الدولة من خلال إصدار هذين النوعين من جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتنويع مصادر التمويل وتخفيف الضغط على مكونات الاحتياطي.
- 2- آلية صكوك الإجارة لتمويل المشروعات الحكومية: تعد صكوك الإجارة أداة تمويلية إسلامية فعالة ومرنة، يمكن للدولة الاستفادة منها في تمويل مجموعة واسعة من المشروعات الحكومية، فهي تعتمد على مبدأ الإيجار المنتهي بالتملك، حيث يتم تمويل شراء الأصول الثابتة أو الخدمات من خلال إصدار صكوك تمثل حصة في هذه الأصول أو الخدمات، ويمكن استخدام هذه الصكوك في الأصول العقارية من خلال إصدار الأعيان المؤجرة، والخدمات العامة من خلال صكوك الخدمات في مشروعات الصحة والتعليم وغيرها، وبرامج الإسكان والتطوير العقاري من خلال صكوك المنافع، وتوفير الأصول الثابتة مثل المعدات والآلات.

¹ حسين سعيد، سعيد بوهراوة، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، دراسة مقدمة ضمن ندوة البركة السادسة والثلاثين للاقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، 2015م، ص 175.

² أبو بكر حوات، إمكانية استخدام صكوك الإجارة المنتهية بالتملك في تمويل مشاريع البنية التحتية "ميناء الحمدانية نموذجاً"، مجلة قضايا فقهية واقتصادية معاصر، جامعة باتنة 1، الجزائر، المجلد الثالث، العدد الثاني، 2023م، ص 161-162.

3- آلية صكوك السلم لتمويل المشروعات الحكومية: تعدُّ صكوك السلم أداة تمويلية إسلامية فعالة ومرنة، وتستخدمها الدولة بشكل أوسع من غيرها في تمويل احتياجات تمويلية معينة للدولة، فهي تعتمد على مبدأ البيع المؤجل، حيث يتم الاتفاق مسبقاً على بيع سلعة أو منتج بسعر محدد، مع تأجيل تسليم السلعة إلى وقت لاحق، ويمكن استخدام هذه الصكوك لتوفير السيولة النقدية العاجلة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات فلاحية بكميات معينة وبمواصفات مضبوطة، في وقت متفق عليه في المستقبل، أي لتغطية النفقات الحكومية الدورية، أو لتمويل مشروعات استثمارية طويلة الأجل، أو لتسويق المنتجات الأساسية للدولة بشكل مسبق، وهذا الأسلوب يناسب الدول النفطية أو التي تملك أي موارد طبيعية.

فمثلاً إصدار صكوك البترول على أساس عقد بيع السلم، للاستفادة منها في تعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل مشروعاتها الاستثمارية، وتهدف إلى تعبئة استخدام حصيلة صكوك النفط في تغطية عجز الموازنة، أو بناء مخازنات للتخزين، وتثبيت أنابيب لنقل الطاقة من مصدر الإنتاج إلى مصافي التكرار والمعالجة، ومن ثمّ إلى الموانئ للتصدير، ويتم بيع كميات محددة من البترول مسبقاً للمستثمرين بموجب الوكالة إلى الغير، وتحصل الدولة على قيمة هذه الصكوك مقدّماً¹، حيث أن عائد الصك هو الربح الذي يساوي الفرق بين سعر شراء البترول، وسعره عند البيع في تاريخ الاستحقاق².

4- آلية صكوك المراجعة لتمويل المشروعات الحكومية: تعدُّ صكوك المراجعة أداة تمويلية إسلامية فعالة ومرنة، وتستخدمها الدولة في تمويل احتياجات تمويلية للدولة، فهي تعتمد على مبدأ الشراء والبيع الفوري لسلع الدولة أو أصولها وتسليمها فوراً، مع تأجيل دفع الثمن إلى أجل محدد يُتفق عليه، وعلاوة على ذلك، تستخدم الدولة صكوك المراجعة لتمويل شراء المواد الخام، والمعدات والآلات والسلع المعمّرة، ويمكن تصميم هذه الصكوك لتلبية احتياجات الحكومة من السيولة المتنوعة للمشتريين من خلال توفير خيارات استحقاق مرنة، ومع ذلك، يجب مراعاة القيود الشرعية المتعلقة ببيع الديون، وذلك حسب فتوى مجمع الفقه الإسلامي، من خلال القرار رقم: (66-2-7) في الدورة السابعة، مفاده أنه لا يجوز تداول هذه الصكوك بين الأفراد بعد إصدارها، وبناء على ما ذكرنا فإن إصدار صكوك المراجعة يتمّ لتمويل شراء هذه الأصول، وتعتبر وسيلة فعالة لتنويع مصادر التمويل الحكومي، وتلبية الاحتياجات التمويلية المتنوعة للدولة.

¹ محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص ص 222-223.

² زياد جلال الدماغ، صكوك السلم ودورها في تمويل قطاع البترول: دراسة حالة الهيئة العامة الفلسطينية للبترول، مقال منشور في مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الثاني، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2015م، ص 183.

5- آلية صكوك الاستصناع لتمويل المشروعات الحكومية: تعدُّ صكوك الاستصناع أداة تمويلية إسلامية فعالة ومرنة، وتمكن الحكومة من استخدامها في تمويل احتياجات طويلة الأجل للدولة، حيث توفر الأجهزة المصنعة لمؤسسات الدولة، مثل تمويل لاستصناع أجهزة محدّدة للدولة، أو تشييد البناات ومد الجسور والطرق، أو إنشاء محطات الطاقة وغيرها، فهي تعتمد على إبرام عقد بين الحكومة والممول، يتعهد فيه هذا الأخير بتصنيع منتج أو إنشاء مشروع محدد، وتسليمه للحكومة بعد انتهاء الإنجاز، وفقاً للمواصفات التي تحددها الحكومة، على أن يتم دفع الثمن وفق أقساط في مدة زمنية محددة.

6- آلية صكوك بوت لتمويل المشروعات الحكومية: تتميز عقود بوت بتركيبها القانوني المعقد نوعاً ما، حيث تتضمن علاقة مركبة ومتشابكة بين عدة جهات، ويتطلب تصكيك هذه العقود تحليلاً دقيقاً للعلاقات القانونية بين كل جهة، وتحديد التكييف القانوني المناسب لكل علاقة، فهي تُحمّل على عدة تكييفات؛ وعقد بوت يعتمد على عنصرين قبل تصكيكه، أما العنصر الأول فهو مدير المشروع، أما العنصر الثاني فهو مالك العقار المراد الاستثمار فيه (بناء، تشغيل)، فالعلاقة بين صاحب المشروع (المستفيد في تمويل ذلك المشروع من إصدار الصكوك الإسلامية)، والممول يمكن تكييفها بعقد الاستصناع على سبيل المثال، بينما يمكن تكييف العلاقة بين الممول والمستثمرين بعقد الشراكة أو عقد الوكالة، وتعتمد هذه التكييفات على بنود العقد وشروط الإصدار، والجدير بالذكر هو إلزامية دقة التكييف القانوني لتحديد حقوق والتزامات كل جهة معنية بالعقد، لتجنب النزاعات القانونية.

وبالتالي فإن هذه الصكوك تلعب دوراً محورياً في تمويل مشروعات ذات الطابع العام، وتتمثل في مشروعات البنية التحتية، خاصة تلك التي يتم تنفيذها بنظام الامتياز (امتياز التشغيل، البناء والإعادة)، هذه المشروعات يصعب تمويلها من أي مصادر، نظراً لتكلفتها الكبيرة، بل تجذب إليها بعض المستثمرين والمقاولات المحترفة والتي لها باع في مجال التشييدات الضخمة.

المبحث الرابع: استراتيجيات إدارة المخاطر في استثمار احتياطي الصرف الأجنبي وفقاً للأحكام الشرعية

في ظل الشروط الشرعية على الاستثمار، يتم في الاقتصاد الإسلامي تنويع استثمارات الاحتياطيات الأجنبية في محفظات تتوافق مع الأحكام الشرعية، وتشمل هذه المحافظ محفظة المعادن النفيسة، ومحفظة الأسهم في الشركات الإسلامية، ومحفظة احتياطي العملات الأجنبية، ومحفظة الصكوك.

المطلب الأول: رؤية الاقتصاد الإسلامي في كيفية إدارة المخاطر المتعلقة بتمويل التنمية المستدامة

تعتبر الشراكة بين القطاعين العام والخاص في بلد إسلامي، آلية تمويلية مبتكرة للمشروعات التنموية، ومع ذلك فإن هذه الشراكة تواجه مجموعة من التحديات والمخاطر التي تتطلب دراسة وتحليلاً دقيقاً، وانطلاقاً من ذلك يمكن إيجاز بعض الآليات التي يمكن اتباعها للتحوط ضد تلك المخاطر، وهي كما يلي:

أولاً- تقنيات إدارة المخاطر المرتبطة بالتمويل بالمشاركة والمضاربة

1- المشكلة الأخلاقية: تتجذر المشكلة التي تواجهها المصارف الإسلامية في إدارة مخاطر عقود المضاربة والمشاركة في طبيعة ذات العقود، والتي تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، ففي عقد المضاربة دور البنك الوسيط بين أرباب الأموال والمستثمرين، يضعه في مواجهة تحديات متعددة، بدءاً من اختيار المشروعات المناسبة، وتقييم جدواها الاقتصادية وصولاً إلى ضمان الامتثال للشروط الشرعية، هذا التوازن الدقيق بين الأبعاد التجارية والشرعية يزيد من تعقيد عملية إدارة المخاطر، حيث يتعين على البنك أن يجمع بين تحقيق الأرباح للمودعين، وبين الحفاظ على المبادئ الشرعية؛ أما في عقد المشاركة فيتشارك المصرف والعميل في تمويل المشروع، حيث يساهم كل جانب بحصة محددة، وبالنظر إلى دور العميل كوكيل أمين، فإن ذلك يولد مخاطر أخلاقية تتمثل في احتمال قيامه باتخاذ قرارات لا تخدم مصلحة المشروع بشكل عام، بل تخدم مصالحه الشخصية الضيقة، بمعنى عدم الالتزام الأخلاقي من قبل العميل، هذا التعارض بين المصالح، إلى جانب طبيعة العقد القائمة على المشاركة في الربح والخسارة، يزيد من تعقيد عملية إدارة المخاطر¹، ويعتمد نجاح عقود المضاربة والمشاركة على توافر معلومات دقيقة وشاملة لدى جميع المشاركين في العقد، ومع ذلك؛ غالباً ما يعاني هذا النوع من العقود من مشكلة المعلومات غير المتماثلة، حيث يمتلك العميل معلومات أكثر تفصيلاً عن المشروع وقدراته، هذا التفاوت في المعلومات يزيد من احتمال حدوث مخاطر أخلاقية، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة، وتعرض المصرف للخسارة، لذا فإن تعزيز الشفافية والوضوح في التعاملات يعد أمراً بالغ الأهمية لتقليل هذه المخاطر².

2- مشكلة عدم عقلانية الإنفاق: يشير مصطلح "الإنفاق" إلى جميع التكاليف المرتبطة بالمشروع، بينما يشير مصطلح "سوء الإنفاق" في سياق عقود المشاركة والمضاربة إلى تحويل الأموال المخصصة للمشروع إلى أغراض شخصية أو إدارية غير مبررة، هذا التصرف يؤدي إلى تقليص الأرباح المتحققة من المشروع، وبالتالي يضر بمصالح

¹ حمزة محمد عبد الكريم حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008م، ص 61.

² محمد علي القرني بن عيد، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها، بحث ضمن كتاب/ قضايا معاصرة في النقود والبنوك، المساهمة في الشركات، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2003م، ص 260-261.

المصرف والعميل على حد سواء، ويتحمل العميل -بصفته مدير المشروع- المسؤولية عن استخدام الأموال بشكل صحيح وفعال، وقد تدفع مجموعة من الحوافز الخاطئة -مثل الرغبة في تحقيق مكاسب شخصية- العميل إلى سوء استخدام هذه الأموال¹.

3- مشكلة ضعف دراسة جدوى المشروع: إن دراسات الجدوى التي يجريها البنك قبل الموافقة على تمويل المشروعات، تلعب دوراً مهماً في تقييم جدوى المشروع وتحديد المخاطر المحتملة، ومع ذلك فإن الظروف الاقتصادية والسوقية تتسم بالديناميكية، مما يعني أن هناك دائماً احتمال ظهور متغيرات جديدة قد تؤثر على أداء المشروع، وعليه لا بد للبنك أن يتبنى نهجاً استباقياً لإدارة المخاطر.

4- تحدي توقع الربحية: تتميز عقود المضاربة والمشاركة بدرجة عالية من المرونة، ولكنها في الوقت نفسه تحمل درجة عالية من عدم اليقين بشأن الربح المتوقع، ذلك لأن الربح في هذه العقود يتأثر بعوامل متعددة، يصعب التنبؤ بها بدقة، مثل الظروف السوقية، قرارات الإدارة، والتغيرات التنظيمية، وبالتالي فإن توقع ربحية هذه العقود، يتطلب إجراء تحليل مالي شامل ودقيق للتدفقات النقدية المتوقعة، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المحتملة، وتوقع على عاتق المصرف مسؤولية كبيرة في تقييم هذه المخاطر، ووضع خطط طوارئ للتعامل معها².

5- مشكلة الضمانات: يمثل مفهوم الضمان في عقود المشاركة والمضاربة نقطة خلافية، فبينما يرفض الفقه الإسلامي فكرة الضمانات المادية، إلا أن غياب هذه الضمانات قد يؤثر سلباً على جاذبية هذه العقود الاستثمارية، ويقلل من ثقة المستثمرين، هذا الأمر يتطلب من المصارف تطوير آليات جديدة لإدارة المخاطر وتعزيز الشفافية، بالإضافة إلى البحث عن حلول بديلة للضمانات التقليدية، وذلك لضمان استدامة هذه العقود وتحقيق التوازن بين الربحية والمخاطرة³.

ثانياً- تقنيات إدارة المخاطر المرتبطة بالتمويل بصيغتي المزارعة المساقاة

وتتمثل استراتيجية إدارة المخاطر العامة والخاصة للمشروع الزراعي في تحديد واضح للمهام والمسؤوليات لكل جانب، ابتداءً من توفير المعدات من قبل البنك الإسلامي، وإدارة المشروع من قبل المزارع، وصولاً إلى تسويق

¹ محمد علي القرني بن عيد، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها، مرجع سابق، ص 279.

² محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص 288.

³ حارث محمد العيسى، أحمد غالب محمد علي الخطيب، يد الضمان ويد الأمانة بين النظرية والتطبيق في الفقه الإسلامي، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد الثامن عشرة، العدد الثاني، الصفحات: 309-335، المدينة المنورة، السعودية، جوان 2010م، ص 315-316، موسوعة فقه المعاملات (الأبحاث، التطبيقات، الفتاوى، المصطلحات)، الشركة " يد الشريك يد أمانة"، الجزء الأول، ص 548، متاح على الرابط: <https://shamela.ws/book/968/549>، تاريخ الاسترداد: 06 أبريل 2024م.

المنتجات وتوزيع العائدات، كما يتضمن ذلك آليات متابعة دورية لتقييم أداء المشروع، وضمان الالتزام بشروط العقد، بما في ذلك حق البنك الإسلامي في الإشراف المباشر على سير العمل، بالإضافة إلى ذلك، تم وضع آليات للتعامل مع الحالات الطارئة، مثل إمكانية استبدال المزراع في حالة العجز، وتأمين المنتجات وفقاً للأحكام الشرعية، فضلاً عن إمكانية قيام البنك الإسلامي بتوفير التكوين والتدريب للمزراع في الإدارة الشرعية في المجال الفلاحي حتى لا يقع في المحذور¹.

ثالثاً- تقنيات إدارة مخاطر التمويل بصيغة المراجعة

تعرض عقود المراجعة لعدد من المخاطر الجوهرية التي تنبع من طبيعتها القانونية والمالية، وتنشأ من عدة مصادر:

1- الأخطاء الصادرة عن العميل: تتمثل هذه المخاطر في²:

أ- سلوكيات غير أخلاقية وقانونية تتمثل في عدم الأمانة، والتلاعب بالمعلومات، والاحتيال على الآخرين، من خلال إخفاء الأرباح أو ادعاء الخسارة.

ب- عدم الوفاء بالوعد؛ الذي يعتبر خرقاً للأخلاق التجارية والقانونية، مما يؤدي إلى تآكل الثقة بين الجانبين.

ت- عسر العميل عن السداد، يؤدي إلى تدهور قدرته على الوفاء بالتزاماته المالية، مهما كانت أسباب العسر مقصودة أو خارجة عن إرادته.

ث- ضعف الإدارة المالية والفنية من قبل العميل.

ج- ضعف المؤهلات الشخصية، يؤثر على عملية اتخاذ القرارات.

ح- انتقال المسؤولية إلى ورثة العميل بعد وفاته.

2- مشاكل نابعة من سلعة المراجعة: تتمثل هذه المخاطر في:

أ- يحدث في بعض الحالات أن تتعرض البضاعة للتلف أو الفقد قبل تسليمها إلى المشتري.

ب- عدم مطابقة السلعة المسلمة للمواصفات المتفق عليها في العقد.

3- الأخطاء الصادرة عن المصرف: وتتمثل هذه المخاطر في:

¹ كمال منصور، إدارة مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية: دراسة حالة البنوك الإسلامية القطرية والأرجنية خلال الفترة (2005-2013)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018م، ص 189-190.

² محمود محمد المكاوي، أسس التمويل المصرفي الإسلامي بين المخاطرة والسيطرة، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2009م، ص 166-167.

أ- غياب دراسة دقيقة للمشروع قبل تأسيس العقد، مما يضعف قدرة المصرف على تقييم الجدوى.

ب- وجود قصور في صياغة الشروط والتعليمات المتعلقة بعقد المراجعة، مما يقلل من شفافية العلاقة التعاقدية، قد يؤدي إلى نشوب نزاعات قانونية.

ت- عدم متابعة المصرف لسداد الباقي بعد استلام العميل للسلعة، وهو ما يعرض المصرف لزيادة احتمال تأخر السداد أو التخلف عنه.

ث- بعض البنوك تميل إلى لتحقيق الأرباح على حساب تقييم المخاطر الكافي عند اتخاذ قرار عقد المراجعة.

4- مشاكل صادرة عن الظروف المحيطة: وتتمثل هذه المخاطر في:

أ- الأحداث الاستثنائية التي لا يمكن التنبؤ بها أو السيطرة عليها، كالحروب والكوارث الطبيعية، فالعميل لا يلزم بتحمل التبعات المالية لهذه الأحداث بناءً على مفهوم القوة القاهرة.

ب- تعتبر تقلبات أسعار الصرف كذلك، أحد أهم المخاطر التي تواجه المصارف التي تقدم تمويلات للاستيراد، خاصة عندما يتم تأجيل سداد ثمن البضاعة، فالتغيرات المفاجئة في أسعار الصرف قد تؤدي إلى خسائر مالية كبيرة للمصرف.

ت- وتعد التغيرات المفاجئة في السياسات الاقتصادية الحكومية، والتي تتمثل في تعديل القوانين واللوائح الاقتصادية، عاملاً مؤثراً على أداء الاقتصاد، فالتدخلات الحكومية كزيادة الضرائب أو الرسوم الجمركية، أو تخفيض هامش الربح، قد تؤدي إلى خلق حالة من عدم اليقين لدى المستثمرين ورجال الأعمال، وإن كانت في الغالب هدفها تحقيق أهداف اقتصادية محددة.

وتتمثل استراتيجية إدارة هذه المخاطر بداية في تقييمها، من خلال إجراء تقييم شامل ودقيق، بعد تصنيف المخاطر حسب درجة تأثيرها وأهميتها، ثم رسم خريطة شاملة توضح جميع المخاطر المحتملة، تليها تحديد السيناريوهات المحتملة لحدوث كل نوع منها، ثم وضع خطط تفصيلية من قبل المصرف للتعامل مع كل سيناريو، بما في ذلك تحديد المسؤولية للبنك أو العميل، مع اختبار ومتابعة هذه الخطط، وكل هذا من خلال:

- إجراء فحص شامل لسمعة العميل وتاريخه التجاري وإجراء تحليل دقيق للقدرة المالية للعميل قبل الموافقة على التمويل، وصياغة عقود واضحة تحدد المسؤوليات والحقوق بشكل دقيق، مع تضمين بنود جزائية في حالة المخالفات، وكذلك متابعة أداء العميل بشكل دوري وتحليل التقارير المالية المرسلة من قبله، بالإضافة إلى وضع آليات فعالة لتحصيل الديون المتأخرة، بما في ذلك اللجوء إلى القضاء عند الضرورة، ومن المهم أيضاً تقديم الاستشارات المالية والإدارية للعميل، بهدف تحسين الأداء.

- التأكد من تغطية البضاعة بتأمين شامل ضد جميع المخاطر، واختيار شركات شحن ومستودعات ذات خبرة وسمعة طيبة، بالإضافة إلى متابعة سير عملية النقل والتخزين، والالتزام بإجراءات التعبئة والتغليف الصحيحة لحماية السلع من التلف، وتضمين بنود واضحة في العقد تحدد مسؤولية كل جانب في حالة التلف، مع صياغة مواصفات دقيقة وواضحة للسلعة، مأيدة بشهادة مطابقة من المصنع، مع ضبط آليات عادلة لتسوية النزاعات.
- توفير التدريب المستمر على إدارة المخاطر، والاستثمار في البنية التحتية التكنولوجية لدعم عمليات إدارة المخاطر، وتطبيق نظام رقابة داخلي بالبنوك، فضلاً عن التعاون مع المؤسسات المالية الأخرى، وشركات التأمين لتبادل الخبرات والمعلومات.

رابعاً- تقنيات إدارة مخاطر التمويل بصيغة السلم

تعتبر المخاطر الائتمانية، والتي تتجسد في احتمالية تخلف المقترض عن سداد التزاماته المستحقة، وهذا لأسباب عدة¹:

- 1- إن عدم قدرة البائع على تسليم المسلم فيه في الأجل المتفق عليه، والذي يعزى إلى مجموعة من العوامل:
 - أ- قيام العميل بسلوك متعمد بهدف إعاقة تنفيذ التزاماته التعاقدية اتجاه المصرف الإسلامي.
 - ب- تعرض المحصول لفشل كامل أو جزئي، بسبب عوامل خارجة عن إدارة العميل وقدرته على التحكم فيها.
- 2- تعتبر تقلبات الأسواق أهم التحديات التي تواجه عقود السلم، في حالة انخفاض سعر السلعة المتعاقد عليها بشكل كبير، فإن الممول يكون قد دفع ثمناً أعلى من قيمتها السوقية عند التسليم، مما يؤدي إلى خسارة مالية.
- 3- تعتبر الكوارث الطبيعية أحد العوامل الخارجية التي تهدد تنفيذ عقود السلم، حيث قد تؤدي إلى تلف أو فقدان البضاعة المتعاقد عليها².
- 4- تتعرض السلع المخزنة لحزمة من المخاطر التي تهدد سلامتها وقيمتها التجارية، وتشمل الحرائق، والرطوبة والحرارة والتآكل، فضلاً عن السرقة.

وتتمثل استراتيجية إدارة هذه المخاطر حول هذه العقود في اتخاذ إجراءات احترازية من قبل الممول لتقليل المخاطر المرتبطة به، فيجب عليه أن يقوم بتقييم دقيق لملاءة العميل، وأخذ ضمانات كافية، وتحديد شروط عقدية

¹ عبد الله نجم، الإجراءات المحاسبية لبيع السلع والسلم الموازي، ومتطلبات تطبيقها في المصارف الإسلامية العراقية، مقال منشور في مجلة تنمية الرافدين، المجلد 36، العدد 115، العراق، 2014م، ص 139.

² سليم فيصل النابلسي، مخاطر التمويل الزراعي بالصيغ الإسلامية، مجلة دنانير، الجامعة العراقية، العراق، العدد الخامس، 2004م، ص 85-86.

واضحة لحماية حقوقه، وفي حالة عدم السداد فإن القانون يمنح الممول الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة لاسترداد حقوقه، كما يمكن للعميل اللجوء إلى القضاء في حالة وجود أي نزاع حول قيمة السلعة أو شروط العقد. وعلاوة على ذلك، يتطلب الأمر إجراء دراسات جدوى شاملة للفرص الاستثمارية، وتنويع الاستثمارات في سلع مختلفة، وتوفير البنية التحتية الفنية اللازمة لإدارة المخاطر، وتأهيل الإطارات البشرية العاملة في المصارف، والحصول على تأمين لتغطية المخاطر المحتملة، وإعداد عقود واضحة تحدد حقوق والتزامات الأطراف، مع التأكد من مطابقتها للأحكام الشرعية، وتلعب المؤسسات المالية دورًا محوريًا في هذا السياق، حيث تساهم في تطوير وتنفيذ العقود وتوفير البيئة المناسبة للاستثمار، مما يساهم في تنويع مصادر التمويل وتعزيز الاستقرار المالي.

خامسا- تقنيات إدارة مخاطر التمويل بصيغة الاستصناع

يُمكن تلخيص المخاطر المرتبطة بعقد الاستصناع في النقاط التالية:

- 1- التقلبات المحتملة في الأسعار قد تنشأ بعد تحديدها ضمن بنود العقد¹.
 - 2- تخلف الصانع عن الوفاء بالتزاماته التعاقدية بتسليم المستصنع في الموعد المحدد، وذلك في الحالات التي يكون فيها المصرف هو الجانب المستصنع.
 - 3- تخلف المقاول عن الوفاء بالتزاماته التعاقدية بتسليم المستصنع في الموعد المتفق عليه، وذلك في الحالات التي يكون فيها المصرف هو الصانع.
 - 4- تخلف العميل المستصنع عن سداد قيمة المستصنع في الموعد المتفق عليه، وذلك إما بسبب عجز مالي أو ممانعة متعمدة.
 - 5- التقلبات السعرية التي تشهدها المواد الأولية المستخدمة في عملية الاستصناع.
- وتتمثل استراتيجية إدارة هذه المخاطر حول عقود الاستصناع، في قيام المصرف الإسلامي في اشتراط بعض البنود في العقد؛ حيث يشمل اشتراط التعويض، وفرض العقوبات المالية على الصانع في حالة عدم الالتزام بالمواعيد المتفق عليها، أو في حالة عدم مطابقة المنتج للمواصفات القياسية، من أهم الأدوات التي تساهم في تحقيق التوازن في توزيع المخاطر ضمن عقود الاستصناع، حيث تشجع الصانع على الالتزام ببنود العقد، وتضمن حصول الطرف المستصنع على منتج مطابق للمواصفات المتفق عليها¹.

¹ حسين بلعجوز، محمد العربي غزي، دراسة مقارنة لمخاطر التمويل المصرفي بين النظام الكلاسيكي والقيمي، ورقة بحثية مقدمة لفعاليات المنتدى الدولي حول: "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006م، ص ص 10-11.

¹ حمزة محمد عبدالكريم حماد، مرجع سابق، ص ص 169-170.

وبالتوازي مع ما سبق؛ وبالنظر لطبيعة المصارف الإسلامية كمؤسسات مالية وليست صناعية، فإن تطبيق عقد الاستصناع بصيغته التقليدية يواجه حزمة من التحديات، وفي هذا النوع من العقود، يقوم المصرف بدور الوسيط المالي، حيث يتعاقد العميل كصانع في عقد أولي، ثم يتعاقد مع مقاول آخر كصانع في عقد ثانٍ، بهذه الطريقة، يتم تمويل العميل الأول، بينما يتحمل المقاول مسؤولية التنفيذ، مما يحد من مخاطر المصرف إلى المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل، وبالتالي فإن عقد الاستصناع الموازي يتيح للمصارف الإسلامية تقديم خدمات تمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مع تقليل تعرضها للمخاطر الصناعية، ويوفر مرونة أكبر في تصميم المنتجات المالية، وتلبية احتياجات العملاء المتنوعة¹.

سادسا- تقنيات إدارة مخاطر التمويل بصيغة القرض الحسن

على الرغم من المزايا الأخلاقية والاقتصادية لتمويل القرض الحسن، إلا أنه يواجه خطر التماطل في التسديد بشكل أكبر في المصارف الإسلامية المقارنة بالنظام المصرفي الربوي، ويرجع ذلك إلى غياب آليات فعالة لضمان الاسترداد مثل الفوائد المركبة المستخدمة في النظام التقليدي، وهو ما لا يمكن تطبيقه في النظام الإسلامي لحرمته، ولتجاوز هذه التحديات يتطلب تطوير حلول مبتكرة تتوافق مع الشريعة الإسلامية، مثل تعزيز الضمانات، وتطبيق عقوبات شرعية، وتعزيز الثقافة المالية².

سابعا- تقنيات إدارة مخاطر التمويل بصيغة الإجارة

تتعدد مصادر المخاطر التي تنشأ عن تطبيق صيغة الإجارة، ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- 1- المسؤولية الكاملة للمؤجر عن مخاطر العقد: يتحمل المؤجر مسؤولية شاملة عن جميع الجوانب المتعلقة بالاستثمار والعين المؤجرة، بما في ذلك المخاطر المالية والفنية والقانونية.
- 2- عدم اليقين بتكاليف الصيانة: تتضمن تكاليف الإجارة عنصراً من عدم اليقين فيما يتعلق بنفقات الصيانة، حيث يتحمل المالك مسؤولية تغطية هذه النفقات، إلا أن آليات التأمين توفر حماية مالية جزئية ضد هذه التكاليف غير المتوقعة، خاصة ذات القيمة الكبيرة¹.

¹ محمود مُجَدِّ العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008م، ص446.

² الحاج أحمد، نظرية القرض في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008م، ص288.

¹ قحف منذر، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سابق، ص71.

3- تعليق أنشطة المستأجر: تتضمن صيغة الإجارة درجة متوسطة من المخاطر على المؤجر، والتي تتميز بإعادة الأصل إلى المؤجر بعد انتهاء فترة الاستئجار، هذه المخاطر قد تتعلق بحالة الأصل عند إعادته، أو بتغيرات القيمة السوقية للأصل خلال فترة الإيجار¹.

4- خطر التقادم التكنولوجي للأصل: تنتقل مخاطر ملكية الأصل من المستأجر إلى المؤجر، هذا التحول في المسؤولية يمنح المستأجر مرونة أكبر في إدارة أصوله، بينما يفرض على المؤجر تحمل مخاطر تقادم الأصل وتغيرات قيمته السوقية، مما يتطلب منه إدارة استثماراته بشكل فعال².

بعد التعرض للمخاطر المرتبطة بكل صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، نلخص في الجدول التالي آليات التحوط المقترحة لكل نوع من المخاطر من منظور إسلامي:

جدول رقم: 3-3

تقنيات التحوط من مخاطر تمويل المشروعات التنموية الإسلامية

صيغة التمويل	طبيعة المخاطر	تقنيات التحوط المقترحة
المضاربة	- مخاطر رأس المال. - المخاطر الأخلاقية.	- تحويل مخاطر رأس المال إلى مخاطر ائتمانية عبر البيع الآجل لعنصر ثالث. - المضاربة بتأخير في تسليم رأس المال. - تعاون بين شركة تملك أصولاً ثابتة وأخرى تمتلك سيولة (التركيز على مساهمة كل جانب).
المشاركة	- مخاطر أخلاقية. - مخاطر السوق.	- الإمعان في اختيار الشركاء المناسبين. - إجراء تحليل معمق للجدوى الاقتصادية للمشروعات قبل المشاركة فيها. - الاستصناع التحوطي كآلية لحماية الأطراف في عقود التمويل بالمشاركة.
السلم	- مخاطر ائتمان. - مخاطر	- التوثيق برهن أو كفالة. - عند مواجهة الدائن لضائقة مالية أو حاجة ماسة إلى السيولة، يمكنه اللجوء إلى آلية السلم الموازي، هذا الإجراء يتيح للدائن تحويل دينه في السلم الأول إلى دين آخر قابل للتداول بسهولة، مما يمكنه من

¹ محسن أحمد الحضيري، التمويل بدون نقود، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2001م، ص ص108-111.

² محسن أحمد الحضيري، مرجع سابق، ص ص114-115.

	السيولة -مخاطر رأس المال - مخاطر العائد	الحصول على السيولة النقدية اللازمة بشكل فوري، وتعتبر هذه الآلية حلاً شرعياً وعملياً لإدارة المخاطر المرتبطة بعقود السلم، حيث تسمح للدائن بتحويل أصوله غير السائلة إلى أصول سائلة دون مخالفة أحكام الشريعة. - لتلافي مخاطر تقلب أسعار السلع في عقود السلم، يمكن اللجوء إلى آلية السلم بسعر السوق وقت التسليم، من خلال هذه الآلية يتم تثبيت سعر السلعة عند وقت التسليم، مما يحمي الجانبين من تقلبات السوق، ومع ذلك، قد لا يكون تثبيت العائد بالكامل مرغوباً فيه في حالة الصكوك طويلة الأجل، لذا يقترح تقسيم السلعة المسلمة إلى قسمين: قسم يتم تحديد قيمته النقدية مسبقاً لتحديد مخاطر تقلب الأسعار، وقسم آخر يتم تحديده قيمته فقط، بحيث يكون عائد هذا القسم مرتبطاً بتقلبات السوق، وبالتالي الجمع بين ميزة الحماية من المخاطر وتحقيق عائد مرن.
الاستصناع	-معظم الشركات لا تملك مصانع أو شركة مقاولات	- إذا كانت المؤسسة لا تملك الصبغة الصناعية أو لا تملك القدرة على الإنتاج، يمكنها اللجوء إلى الاستصناع الموازي.
البيع الآجل	-مخاطر العائد -مخاطر السيولة -مخاطر رأس المال	- تتناسب قيمة القسط الشهري طردياً مع معدل الفائدة على القرض، وبمعنى كلما زاد معدل الفائدة، زاد المبلغ الذي يتعين على المقترض دفعه شهرياً، والعكس بالعكس صحيح، هذا الارتباط يؤثر بشكل مباشر على مدة سداد القرض، فارتفاع الفائدة يؤدي إلى تسريع سداد الدين، بينما يؤدي انخفاضها إلى تمديد مدة السداد، هذه العلاقة تعكس مبدأً أساسياً في تمويل الالتزامات، حيث يؤثر تغير تكلفة الاقتراض بشكل مباشر على شروط سداد القرض. - يتم في هذا النموذج دمج عقدي البيع الآجل والمشاركة في هيكل واحد، حيث يتكون الثمن الإجمالي من جزء ثابت يتم دفعه على أقساط متسلسلة، وجزء متغير يرتبط بحصة المشتري في أرباح المشروع، مما يجمع بين ميزات التمويل الآجل ومشاركة الأرباح. - يمكن تطبيق استراتيجية إدارة المخاطر على عقود البيع الآجل من خلال تنويع هيكل الثمن، بحيث يتكون من سلة متنوعة من الأصول، بما في ذلك الأصول المالية التقليدية والأصول البديلة، مما يساهم في تخفيف مخاطر السيولة ومخاطر تقلب الأسعار، وتحقيق عائد أكثر استقراراً.

المصدر: نجلاء البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، مذكرة ماجستير، كرسي سابك رقم (23-04) لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2013م، ص163.

المطلب الثاني: تقنيات وآليات التحوط ضد مخاطر محفظتي احتياطي العملات الأجنبية والذهب والفضة في الاقتصاد الإسلامي.

أولاً- آليات التحوط في محفظة احتياطي العملات الأجنبية وفق الاقتصاد الإسلامي

1- الآليات الشرعية البديلة لعقود الصرف المستقبلية للعملات:

أ- المقاصة كحل إسلامي للمديونيات المتبادلة: تعد المقاصة أو الصرف في الذمة، آلية مالية إسلامية مبتكرة وفعالة في إدارة مخاطر الصرف النقدي، وذلك من خلال إسقاط الديون المتبادلة بين الأطراف المعنية، تعتبر العملية حلاً شرعياً وعملياً للمعاملات المالية، حيث تساهم في تعزيز الثقة بين المتعاملين وتقليل التكاليف، كما أنها تتيح مرونة أكبر في تنفيذ المعاملات المالية، ولها شكلان¹:

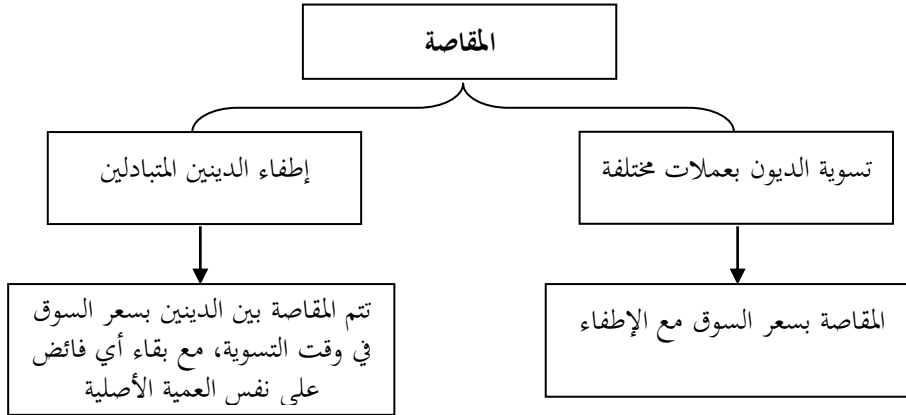
- يتفق المتعاقدان على سعر صرف محدد لإسقاط الدينين أجزء منهما، بشرط ألا يبقى أي دين غير مسدد عند موعد الاستحقاق، وتستند شرعية هذه العملية إلى اعتبار أن الدين الموجود في الذمة معادلاً للنقد، مما يجعلها حلاً علمياً وآمناً للمعاملات المالية المتعلقة بالعملات المختلفة.

- يُسدد للمدين دينه بعملة مختلفة عن العملة المتفق عليها، بشرط تطبيق سعر الصرف السائد في وقت الأداء، ويستند هذا الحكم إلى اعتبار الدين الموجود في الذمة معادلاً للنقد القابل للتبادل، مما يمنح المرونة في عمليات السداد دون الإخلال بحقوق الدائن، وفيما يلي الرسم البياني الذي يلخص عملية المقاصة وصيغها:

¹ محمد جعفر هني، مرجع سابق، ص294.

رسم بياني رقم: 2-3

آليات المقاصة في المعاملات المالية الإسلامية

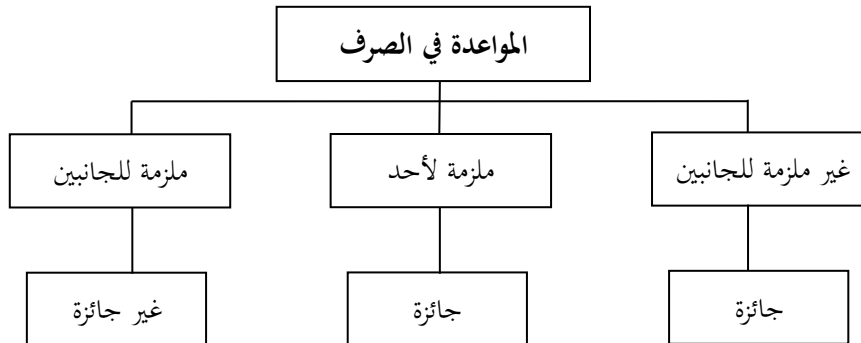


المصدر: عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011-2012م، ص 209.

ب- المواعدة على الصرف: تتنوع صيغ المواعدة في الصرف إلى ثلاثة أنواع رئيسية: عقود آجلة، عقود مستقبلية، والمواعدة والوعد، أما الأولى والثانية على العملات لا تتوافقان مع الأحكام الشرعية، سيما شرط التقابض الفوري في العقد، أما المواعدة والوعد في الصرف، فيتم العمل به بشرط ألا يكون ملزماً للجانبين هذا النوع من المواعدة يجد تطبيقات واسعة في الصناعة المالية الإسلامية، حيث يتم استخدامه في العديد من المعاملات المالية المعاصرة، بشرط توافقه مع الضوابط الشرعية، والرسم البياني التالي يوضح الحالات الثلاث:

رسم بياني رقم: 3-3

أحكام المواعدة في الصرف وتصنيفاتها



المصدر: عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011-2012م، ص 209.

وفي حالة البيع على المكشوف*، فتعدّ المواعدة غير الملزمة في الصرف بديلاً شرعياً مقبولاً له، وذلك بشرط ألا تتحول إلى عقد ملزم لكلا الجانبين، فبينما يعتبر البيع على المكشوف محرماً شرعاً، لاسيما بيع ما لا يملك وعدم التقابض الفوري، فإن المواعدة غير الملزمة، بوصفها مجرد وعد غير ملزم، لا تترتب عليها آثار عقدية ملزمة، وبالتالي يمكن اعتبارها حلاً بديلاً¹.

ت- الإقراض المتبادل: تعتمد آلية القروض المتبادلة على إبرام عقدي إقراض واقتراض متزامنين ومتساوي القيمة مع بنك آخر، وذلك بهدف تلبية احتياجات المؤسسة المالية من السيولة دون مخالفة الأحكام الشرعية، من خلال هذا الإجراء، تحصل المؤسسة على السيولة اللازمة لعملياتها، مع الحفاظ على جزء من أصولها بالعملة الأصلية وإدارة مخاطر الصرف بفعالية، تعرف هذه الآلية، التي تستند إلى مبدأ القروض الحسنة المتبادلة، بأسماء عدة منها "الودائع المتبادلة" و"القروض المتبادلة بالشرط" و"القروض المقابلة للودائع"، وهي تعتبر أداة ملكية مبتكرة تساهم في تحقيق التوازن المالية للمؤسسة، وتعزيز تعاونها مع البنوك التقليدية²، ومثال ذلك:

- يملك المصرف الأول مبلغ مليون €، ويرغب في تحويله إلى \$ للاستثمار في مشروع جديد، نظراً لوجود تذبذب في أسعار الصرف، اتفق المصرف الأول مع المصرف الثاني على إجراء عملية تبادل قروض.

في العقد الأول: يقوم المصرف الأول بإقراض المصرف الثاني مبلغ مليون €، لمدة شهر واحد.

وفي العقد الثاني: يقوم المصرف الثاني بإقراض المصرف الأول مبلغ 1,2 مليون \$، بنفس المدة، باعتبار هذا المبلغ محسوب بناءً على سعر الصرف المتفق عليه بين المصرفين في تاريخ إبرام العقد، مع مراعاة هامش الربح لكل منهما، وعند حلول الموعد (شهر) يسدد كل جانب ما أخذه، فيقبض المصرف مليون €، ويسدد 1,2 مليون \$.

وبناءً على ما سبق في النقاط المذكورة، ندرج الرسم البياني الذي يلخص آليات التحوط في محفظة العملات

الأجنبية.

* صورة البيع على المكشوف أن يبيع عملة لا يملكها، على أن يتم تسليمها بتاريخ مؤجل، وبعبارة أخرى هو بيع عملة معينة ثمّ شراؤها في وقت متأخر، ويرتبط هذا بتوقع البائع لانخفاض هذه العملة مستقبلاً، وتوقع المشتري ارتفاع ذات العملة، ومما سبق تتضح حرمة هذا العقد من وجهين: - أنه بيع ما لا يملك.

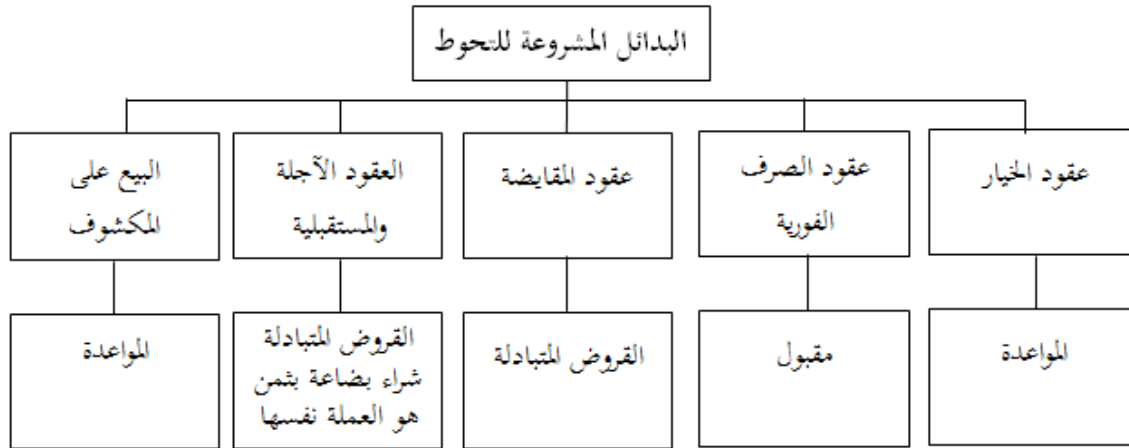
- لعدم التقابض، وهذا عقد صرف يشترط له التقابض.

¹ بشر محمد موفق لطفي، التداول الإلكتروني للعملات طرقه الدولية وأحكامه الشرعية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008م، ص 86.

² حمزة محمد عبد الكريم حماد، مرجع سابق، ص 229.

رسم بياني رقم: 3-4

البدائل المشروعة للتحوط عن العملات الأجنبية وفق الاقتصاد الإسلامي



المصدر: محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2016-2017م، ص298.

2- الآليات الشرعية للتحوط ضد تقلبات أسعار الصرف في محفظة احتياطي العملات الأجنبية: يتوافر في النظام المالي الإسلامي حزمة من الأدوات والتقنيات التي يمكن توظيفها في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات، ومن بينها ما يلي:

أ- التحوط بالمراجحة: تعد المراجحة المصرفية أداة تمويلية إسلامية تستخدم على نطاق واسع، وقد وجدت تطبيقاً فعالاً في إدارة المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الصرف، وتتمثل آليتها في قيام المصرف بشراء السلعة المطلوبة بالعملة الأجنبية، ثم بيعها للعميل بالعملة المحلية، مما يحول مخاطر الصرف إلى عاتقه، وبذلك توفر المراجحة للعميل حماية شرعية من تقلبات الأسعار¹.

ب- التحوط بالجمع بين مراجحتين متقابلتين: تعد المراجحة المتسلسلة أداة مالية إسلامية مرنة ومبتكرة، تجمع بين المبادئ الشرعية ومبادئ الاقتصاد الحديث، وتستخدم لتحقيق أهداف متعددة، بما في ذلك إدارة المخاطر والاستثمار، وتقوم آليتها على إبرام عقدي مارجحة متتاليين (يُعقد العقد الثاني بعد الأول بستة أشهر أو سنة أو أكثر)، بحيث يرتبط ربح العقد الثاني بأداء أصل مالي أساسي أو مؤشر سوقي، وبذلك توفر المراجحة المتسلسلة للمتعاملين فرصة للمشاركة في عوائد السوق مع تقليل تعرضهم لتقلبات الأسعار.

¹ ابتسام شرابن، مخاطر المراجحة كبديل للربا وطرق التحوط منها، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد التاسع، العدد الثاني، الصفحات: 36-49، المركز الجامعي مرسلبي عبد الله، تيبازة، الجزائر، 2021م، ص45.

في العقد الأول؛ يشتري المصرف سلعة بثمن مؤجل من العميل، لأجل مدته عام واحد، ويتم بيع السلعة بثمن متفق عليه عند التعاقد، على أن يستحق المبلغ بعد عام على ذمة المصرف، وبعد ذلك يعقدان اتفاق مربحة آخر، عند حلول أجل العقد الأول، بحيث لا يكون مؤجل الثمن، غير أن الاتفاق يتضمن أن يتحدد الربح في العقد الثاني بناءً على تغير مؤشر متفق عليه (مثلاً مؤشر أسهم أي سوق)، وعندما يحين الأجل يتم إبرام عقد المربحة الثانية بين الجانبين، فيقوم العميل ببيع سلعة للمصرف في إطار عقد مربحة جديد، يرتبط ثمن البيع في هذا العقد بتحركات مؤشر سوق الأسهم المحدد مسبقاً، هذا الارتباط بين ثمن البيع وأداء السوق يجعل العميل شريكاً في أرباح السوق، دون تحمل مخاطر الاستثمار المباشر في الأسهم¹.

ومن الحلول المطروحة؛ هو تمويل الصفقة الأولى بالعملة المحلية (الدينار مثلاً)، واستثمار العائدات في عملة أجنبية (الدولار مثلاً)، يمكن للجانب المتعاقد إدارة مخاطر الصرف بطريقة استباقية، ويتم اختيار أجل العقدين بحيث يكون متماثلاً، وبذا يكون مدينًا بالدينار ودائنًا بالدولار، ثم تتم المصارفة بنسبة كل منهما إلى الآخر، مما يضمن تحقيق التوازن بين التدفقات النقدية بالعملة².

ت- التحوط بالبيع بالأجل: تعتبر استراتيجية البيع الآجل وسيلة فعالة لتحقيق التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف، ويتمثل ذلك في قيام المتعامل الاقتصادي بإبرام عقد بيع لسلعة ما بكمية وسعر محددين، مع تأجيل التسليم إلى موعد محدد يتزامن مع موعد الالتزام المالي بالعملة الأجنبية، وعلى سبيل المثال، إذا كان تاجر ما ملزم بسداد مبلغ قدره مليون دولار بعد ستة أشهر، وخشي من ارتفاع سعر الدولار مقابل الدينار، فإنه يمكنه التحوط ضد هذه المخاطر من خلال بيع سلعة بقيمة ماثلة تسدد قيمتها بنفس المدة، وبالتالي يتم تثبيت سعر الصرف عند المستوى الحالي، مما يقلل من تأثير تقلبات السوق على القيمة الحقيقية للالتزامات المالية المستقبلية³.

ث- التحوط بالشراء الآجل: تعتبر عملية الشراء الآجل استراتيجية فعالة لإدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث تسمح بتثبيت سعر الصرف عند مستوى محدد، مما يضمن للمتعاملين الاقتصاديين حماية قيمة أصولهم ومستحقاتهم المالية، من خلال إبرام عقد شراء لسلعة ما بكمية وسعر محددين، مع تأجيل التسليم والسداد إلى موعد

¹ محمد القري، أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية: الاختيارات، المستقبلات، البيع مع تأجيل البدلين، المبادلات، دراسة مقدمة ضمن الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية، الدورة الثانية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 27 أبريل 2016م، ص22.

² يوسف الشبيلي، التحوط في المعاملات المالية، دراسة مقدمة ضمن الدورة الثانية: الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 26-27 أبريل 2016م، ص6.

³ عبد الستار أبو غدة، التحوط، بحوث مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرون، بالتعاون بين مجمع الفقه الإسلامي الدولي، التابع لمنظمة التعاون الإسلامي، ودائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري في إمارة دبي، الرياض، السعودية، 26-27 أبريل 2016م، ص2084.

يتزامن مع موعد استلام المبلغ المالي بالعملة الأجنبية، ويمكن للمتعاملين الاقتصاديين التحوط ضد انخفاض قيمة العملة الأجنبية المستلمة، وبالتالي، يتم ضمان الحصول على القيمة الشرائية المتوقعة للمبلغ المستلم بغض النظر عن التقلبات التي قد تشهدها أسعار الصرف في السوق، هذه الاستراتيجية تلعب دورًا حيويًا في إدارة المخاطر المالية للشركات والمؤسسات، حيث تساهم في تحقيق الاستقرار المالي، وتقليل التأثيرات السلبية لتقلبات أسعار الصرف على الأنشطة التجارية والاستثمارية¹.

ثانياً- آليات التحوط في محفظة احتياطي الذهب والفضة وفق الاقتصاد الإسلامي

1- أساليب بيع الذهب والفضة: تتم عمليات تداول الذهب والفضة بشكل أساسي عبر البورصات، حيث يتم تحديد الأسعار وتنفيذ عمليات الشراء والبيع والعقود الآجلة.

أ- عن طريق البيع: تتم عمليات تداولها عبر منصات أسواق الصرف، سواء كانت أسواقاً عاجلة تتطلب التسليم الفوري للأصول، أو أسواقاً آجلة تسمح بتأجيل التسليم إلى موعد محدد في المستقبل².

ب- عن طريق البيع في سوق الصرف العاجل: تتم عمليات البيع في سوق الصرف العاجل، وفقاً لإجراءات محددة تشمل³:

- يتم إبرام العقود بشكل أساسي عبر وسائل الاتصال، مثال الهاتف، والتلكس والفاكس، والبريد الإلكتروني، وقد أقر المجمع الفقهي الإسلامي جواز إبرام العقود بهذه الوسائل، شريطة توافر الشروط الشرعية اللازمة، مما يضمن عليها الصبغة الشرعية والقانونية.

- بعد الاتفاق المبدئي شفهيًا عبر الهاتف، يتم تأكيد تفاصيل الصفقة وتثبيتها كتابياً عبر وسائل اتصال رسمية.

- يطلب البائع من المشتري تحويل قيمة الصفقة إلى حسابه المصرفي، وبالتزامن مع ذلك يطلب المشتري من البائع تحويل كمية الذهب المتفق عليها.

- يقوم كل من البنك الذي يحوي حساب البائع، والبنك الذي يحوي حساب المشتري بإبلاغ الجانبين بوصول المبالغ المستحقة إليهما.

- في حالة نشوء أي خلاف أو نزاع بين الجانبين، يتم اللجوء إلى آليات حل النزاعات المتعارف عليها.

¹ عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص 28.

² Lite Finance, What are the risks of investing in silver?, Available at the link: <https://www.litefinance.org/blog/for-beginners/silver-trading/is-silver-a-good-investment/>, Date of access: June 2, 2024.

³ علي محي الدين القره داغي، أحكام التعامل في الذهب والفضة وتطبيقاته المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة البركة الرابعة والثلاثين للاقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، 16-17 جويلية 2013م، ص 128-129.

2- أدوات إدارة مخاطر احتياطي الذهب والفضة: يمكن ابتكار وتصميم منتجات مالية إسلامية مبتكرة، تستند إلى أصلية الذهب والفضة، مع ضمان مطابقتها الكاملة للأحكام الشرعية، ويتم ذلك من خلال تحليل عميق للمبادئ والقواعد الفقهية المتعلقة بالتعامل بالذهب والفضة لتطوير نماذج تطبيقية تلبي حاجيات المستثمرين¹، مع إبراز خطواتها العملية:

أ- آليات التعامل بالذهب والفضة عبر الشهادات: تمثل حيازات محددة من الذهب والفضة مودعة في خزائن مصدر الشهادات.

- منهجية التنفيذ: تتمثل خطوات تنفيذ هذا المنتج فيما يلي²:

* يتم إبرام مذكرة تفاهم غير ملزمة قانوناً، تتضمن الوعد من الجانبين، أما إذا تضمنت وعداً من جانب واحد، فإنه ملزم من جهة الواعد فقط،

* يتم تنفيذ عملية تحويل المبلغ إلى حساب الجهة المصدرة للشهادات عن بنود الاتفاقية المبرمة، أو الالتزام الملزم قانوناً.

* مع استلام المبلغ من المصدر، يقوم بإرسال إشعار قبول إلى المشتري، ليؤكد الأخير استقبال المبلغ.

* بمجرد اكتمال الإجراءات التعاقدية، يصدر المصدر شهادة ملكية، تفيد بأن المشتري أصبح مالِكاً قانونياً للكمية المتفق عليها والمودعة في خزائنه، مما يمنحه الحق في التصرف بها وفقاً للقانون.

ب- المعاملة بالذهب والفضة من خلال الأسهم والصكوك: يوفر الاستثمار في أسهم الشركات المتخصصة في تجارة أو استخراج الذهب والفضة، فرصة مثالية للمستثمرين الراغبين في تحقيق عوائد مالية، ولتكون هذه الاستثمارات شرعية، لا بد من توافق أنشطة الشركة مع الأحكام الشرعية المتعلقة بالذهب والفضة، بما في ذلك شروط التماثل والتقابض، وبناءً على فتاوى الجمع الفقهي الإسلامي، يجوز شراء أسهم هذه الشركات بالذهب والفضة أو النقود الورقية¹.

¹ مختار موسى جبريل، معاملات الذهب الآجلة المعاصرة ومدى توافقها مع آراء ابن تيمية وابن القيم الجوزية: مستقبلات الذهب كوميكس نيويورك نموذجاً، أكاديمية الدراسات الإسلامية، جامعة ملابا، كوالالمبور، ماليزيا، 2017م، ص 82-83.

² علي محي الدين القره داغي، مرجع سابق، ص 141.

¹ مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 84 (9/1)، بشأن تجارة الذهب، الحلول الشرعية لاجتماع الصرف والحوالة، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة التاسعة، جدة، السعودية، 1-6 أبريل 1995م، متاح على الرابط: <https://iifa-aifi.org/ar/1986.html>، تاريخ الاسترداد: 02 جوان 2024م.

ت- إجارة الذهب أو الفضة مع الوعد بالتملك: استنادًا إلى القاعدة الفقهية التي تجيز إجارة كل عين مادية يمكن الاستفادة منها منفعة مباحة مع بقائها على حالتها الأصلية، ويعني أنه لا يوجد مانع شرعي من إجارة هذين المعدنين¹، ولها ثلاث أشكال²:

- عقد إجارة منتهٍ بالتملك بعد أداء الأقساط.

- عقد إجارة منتهٍ بالهبة بعد أداء الأقساط.

- عقد إجارة مع شرط تعليق انتقال الملكية بسداد الأجرة.

ث- إقراض الذهب والفضة: تمثل المعاملة المقترحة بين المصرفين المركزيين الإسلاميين، والتي تتمثل في قرض ذهبي أو فضي دون فوائد ربوية من المصرف الأول يملك فائضا، إلى المصرف الثاني الذي يعاني من عجز في السيولة، نموذجاً عملياً للتطبيق الإسلامي لمبدأ التعاون والتكافل³.

المطلب الثالث: استراتيجية إدارة مخاطر محفظة الصكوك الإسلامية ضمن احتياطي الصرف الأجنبي

تم التطرق لمخاطر الصكوك الإسلامية في الفصل السابق، وسنتطرق في هذه الأسطر إلى آليات إدارة المخاطر، حيث تسعى هذه الإدارة إلى تحديد وتقييم المخاطر المرتبطة بالصكوك الإسلامية، ثم اختيار البدائل المناسبة للتعامل معها.

أولاً- الإطار المنهجي لإدارة مخاطر احتياطي الصكوك الإسلامية

يُمكن تصنيف طرق إدارة محفظة الصكوك إلى صنفين:

1- الإدارة الساكنة لمحفظة الصكوك الإسلامية: تعد هذه الإدارة لمحفظة الصكوك استراتيجية استثمارية طويلة الأجل، تهدف إلى تتبع أداء مؤشر صكوك مرجعي، من خلال شراء سلة من الصكوك تتطابق مع مكونات هذا المؤشر، ويُطلق عليها تعبير "Indescing"، ويتميز هذا الأسلوب ببساطته وانخفاض تكلفته مقارنة بالاستراتيجيات النشطة، حيث يركز على تحقيق عوائد متساوية مع عوائد المؤشر وليس على تجاوزها، ومع ذلك

¹ عبد العزيز قصار، الإجارة مع وعد بالتملك للذهب والفضة، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الفقهي الثاني للمؤسسات المالية الإسلامية، الكويت، يومي 24 و 25 نوفمبر 2007م، ص 7.

² عبد الكريم عبد الجواد عجم، المقاصد الشرعية من عقد الإجارة المنتهية بالتملك كعقد مطبق في المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، جامع الكتب الإسلامية، دمشق، سوريا، ص 36-37، متاح على الرابط:

<https://ketabonline.com/ar/books/105608/read?part=1&page=38&index=4674379/4674390/4674395>

تاريخ الاسترداد: 09 أبريل 2024م.

³ مركز التميز البحثي في فقه القضايا المعاصرة، الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة-القضايا المعاصرة في فقه المعاملات المالية، المجلد الأول، الطبعة الأولى، جامعة الإمام محمد سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2014م، ص 427.

تتطلب هذه الاستراتيجية متابعة مستمرة لإعادة استثمار الأرباح، وإجراء التعديلات اللازمة لمواكبة التغيرات في تركيبة المؤشر، ويمكن إتباع عدة أساليب من خلال استراتيجية الإدارة الساكنة، وهي كالتالي:

أ- أسلوب المحاكاة الكاملة: تتم محاكاة أداء مؤشر صكوك مرجعي بدقة، من خلال بناء محفظة استثمارية تتطابق تمامًا مع مكونات المؤشر، بحيث يتم شراء نفس الصكوك بنفس الأوزان النسبية المحددة في المؤشر، وتطلب ذلك متابعة دائمة للتغيرات التي تطرأ على المؤشر، وإجراء تعديلات دورية في المحفظة للحفاظ على تطابقها مع المؤشر المرجعي، بما في ذلك إعادة استثمار الأرباح.

ب- أسلوب المعاينة: يعتمد أسلوب المعاينة في محاكاة مؤشرات الصكوك على مبادئ إحصائية لاختيار عينة من الصكوك تمثل المؤشر بشكل كافٍ، وذلك بديلاً عن المحاكاة الكاملة، التي قد تواجه تحديات عملية، يوفر هذا الأسلوب مرونة أكبر للمستثمرين، حيث يمكنهم تخصيص العينة لتناسب مع أهدافهم الاستثمارية وقدراتهم المالية، كما يساهم في تقليل التكاليف المرتبطة بإدارة المحفظة، يتم تقييم أداء العينة بشكل دوري مقارنة بأداء المؤشر العام، باستخدام أدوات إحصائية لضمان دقتها وفعاليتها في تمثيل السوق¹.

ت- أسلوب الانتقاء: يعتمد نجاح هذا الأسلوب على اختيار دقيق للصكوك ذات الأساسيات القوية وآفاق النمو الواعدة، مع تحمل المخاطر المرتبطة بالاستثمار على المدى الطويل، على عكس الاستثمارات قصيرة الأجل، التي تعتمد على التحليلات الفنية، كما يركز هذا الأسلوب على التحليل الأساسي للشركات المصدرة للصكوك، ويسعى إلى تحقيق عوائد ثابتة ومستدامة عبر الزمن.

2- الإدارة النشطة: تعد هذه استراتيجية استثمارية نشطة تهدف إلى تحقيق عوائد تفوق أداء السوق، من خلال إدارة محفظة ديناميكية تخضع لتغيرات مستمرة في مكوناتها، وتعتمد هذه الاستراتيجية على التحليل الأساسي والفني لاختيار الصكوك، وتوقيت عمليات البيع والشراء، مما يتطلب مهارات تحليلية متقدمة، ومرونة في اتخاذ القرارات، وبينما توفر هذه الآلية فرصة لتحقيق عوائد أعلى، فإنها تتضمن مستوى أعلى من المخاطرة مقارنة بالآليات السلبية.

ثانياً- أدوات وتقنيات إدارة المخاطر المتعلقة باحتياطي الصكوك الإسلامية

تتمثل هذه التقنيات في تكوين صندوق احتياطي من خلال مساهمات المستثمرين لتغطية الخسائر المحتملة، بهدف حماية استثمارات محددة ضمن إطار نشاط استثماري واحد، مما يجعلها أكثر تخصصاً وتركيزاً على

¹ عبد الرحمن نعجة، هوري مغنية، زوليخة بختي، قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين -حالة مؤشر داوجونز الإسلامية (DJIM)، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، جامعة ميلة، الجزائر، 2017م، ص ص 113-114.

المخاطر المرتبطة بهذا النشاط¹، وقد أقرّ مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجواز تخصيص جزء من أرباح الصكوك لتكوين احتياطي خاص بهدف مواجهة المخاطر المحتملة، ويهدف هذا الاحتياطي إلى تعزيز الاستقرار المالي للمشروع الاستثماري وحماية حقوق المستثمرين²، والجدير بالذكر أن تطبيق هذه الآلية يتطلب دراسة متأنية للمخاطر المرتبطة بكل نوع من الصكوك، فضلاً عن تقييم تأثيرها على العائد المتوقع للمستثمرين، أما في حالة الصكوك السيادية، والتي تتمتع بضمانات أعلى، يمكن الاستغناء عن آلية الاحتياطيات لصالح زيادة العائد، وفيما يلي نستعرض بعض الآليات التي قد أثبتت جدواها في إدارة مخاطر احتياطي الصكوك الإسلامية:

1- دراسة جدوى المشروع: تتم من خلال توجيه التمويل في الصكوك الإسلامية نحو مشروعات تلبي المعايير الشرعية والاقتصادية، في تحقيق تخصيص ملائم للموارد، فمن خلال التركيز على النشاط الحلال والكفاءة الاقتصادية، يتم ضمان حفظ وتنمية الأموال، مع مراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار، كما أن الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية يساهم في تحقيق منافع مجتمعية إيجابية، مما يعزز استدامة هذه الصكوك، ويقلل من المخاطر المرتبطة بها، وينطبق هذا الأمر على الصكوك السيادية، حيث يلزم أن تستند دراسات الجدوى الخاصة بها إلى معايير شرعية واقتصادية صارمة، وذلك لضمان مصالح المستثمرين، وتحقيق أقصى استفادة من الأموال العامة³.

2- التأمين الإسلامي: تبرز أهمية التأمين التكافلي الذي يعتمد على مبدأ التعاون والتضامن بين الأفراد لتوزيع المخاطر، بدلاً من الربح المالي، وبالتالي فإن على الجهات المصدرة للصكوك، سواء كانت حكومية أو خاصة، أن تستفيد من آليات التأمين التكافلي لحماية استثماراتها من مختلف المخاطر، لا سيما المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول¹.

3- التنوع: يهدف المستثمر من خلال تنوع استثماراته إلى تحقيق عوائد متوازنة مع تدنية المخاطر الإجمالية لمحففظته، فبدلاً من التركيز على أداة مالية واحدة، يسعى إلى بناء محفظة متنوعة تضم مجموعة من الأدوات، فمن خلال هذا التنوع يمكن للمستثمر تحقيق عوائد متوقعة، تماثل أو تتجاوز عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة بشكل فردي، وتجدد الإشارة إلى أن تنوع المحفظة من حيث جهة الإصدار ونوع الصك، يمكن المستثمر من تقليل

¹ أشرف مجد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مصر، 2010م، ص 21.

² منظمة المؤتمر الإسلامي، كتاب مجلة مجمع الفقه الإسلامي، المجلد الحادي عشرة، جدة، السعودية، متاح على الرابط: <https://shamela.ws/book/8356/17733#p1>، تاريخ الاسترداد: 06 أبريل 2024م.

³ سليمان ناصر وربيعه بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، المجلد العشرون، العدد الأول، 2013م، ص 33-34.

¹ سليمان ناصر وربيعه بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سابق، ص 17.

مخاطر التركيز على أصل أو قطاع معين؛ ومن زاوية أخرى، يهدف التنويع الجغرافي في إصدار الصكوك إلى تقليل المخاطر الكلية للاستثمار، من خلال توزيعها على أسواق متعددة، فمع تزايد التكامل المالي العالمي، أصبح من السهل على المؤسسات المالية إصدار صكوك في مختلف الدول الإسلامية، وبالتالي تقليل تعرضها لمخاطر السوق المحلية، وعلاوة على ذلك، يساهم إصدارها بعملات محلية مختلفة في التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف، مما يزيد من مرونة محافظ الاستثمار، ويحسن من قدرتها على تحمل الصدمات الخارجية¹.

4- كفاءة إدارة مخاطر ورقابة الصكوك: تعد كفاءة إدارة مخاطر الصكوك ركيزة أساسية لتحقيق التوازن بين الربحية والسيولة والأمان، مما ساهم في نمو واستدامة سوق الصكوك، فمن خلال تطبيق آليات إدارة مخاطر فعالة، يمكن للصكوك أن تحقق عوائد مجزية مع الحفاظ على استقرارها، في حين تلعب الرقابة المستمرة من قبل حاملي الصكوك -سواء من خلال الجمعيات العامة أو آليات أخرى- دورًا حيويًا في ضمان التزام الإدارة بالمعايير الشرعية والقانونية، وتقليل المخاطر المتنوعة، مثل المخاطر الائتمانية والتشغيلية، وفي سياق صكوك المضاربة، يضمن حق مالكي الصكوك في متابعة تصرفات المضارب، والتزام الأخير بشروط العقد، مما يعزز ثقة المستثمرين².

¹ أشرف مجد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص22.

² مايا فتني، علي بن ثابت، التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة - الجزائر نموذجًا، دراسة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013م، ص12.

خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من المنظورين التقليدي والإسلامي، مع التفصيل أكثر على إدارته في الاقتصاد الإسلامي، والتركيز على محل الصكوك الإسلامية في ذلك، حيث وجدنا أن إدارة الاحتياطي في الاقتصاد المعاصر تسعى إلى استقرار قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، وتوفير السيولة وتأمينها لتغطية الديون الخارجية والطوارئ من النفقات، وتعزيز قدرات البلد في مواجهة الأزمات المالية، بواسطة الاستثمار في الأصول الآمنة كالسندات الحكومية للعملات الأجنبية القوية التي تتمتع بنوع من الاستقرار، كالدولار الأمريكي، اليورو، والين الياباني، ولا تقتصر على توزيع الاحتياطيات بين العملات فقط، بل تعتمد تنويع الاستثمار في الأصول لتقليل المخاطر، وهذا كله وفقاً لمبدأ تحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد المالية من الاحتياطيات؛ غير أن تحقيق هذه الغايات والمبادئ يكتنفه ويحيط به عدة مخاطر تتفاوت حسب الأوضاع الاقتصادية والسياسية العالمية والمحلية، التي يمكن تصنيفها إلى فئات رئيسية، تشمل مخاطر السوق (مثل تقلبات أسعار الصرف والفائدة)، ومخاطر الائتمان، ومخاطر السيولة، ومخاطر التشغيل، بالإضافة إلى المخاطر القانونية والتنظيمية، ومخاطر الاستثمار.

على الرغم من تشابه بعض الأهداف بين الاقتصاد التقليدي والاقتصاد الإسلامي في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، إلا أنه توجد فروق واضحة تتجلى في المبادئ والأدوات المستخدمة، حيث يركز الاقتصاد المعاصر على تحقيق العوائد المالية من خلال أدوات تقليدية متنوعة ومبتكرة، ومن زاوية أخرى يسعى الاقتصاد الإسلامي إلى تطوير إطار عمل استثماري مبتكر لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي مع الالتزام بالأحكام الشرعية، ويتم ذلك من خلال ابتكار أدوات مالية تتوافق مع هذه الأحكام، ومن أبرز هذه الأدوات ظهرت الصكوك الإسلامية، التي بدورها تلعب دوراً حيوياً في إدارة الاحتياطي، باعتبارها بديلاً شرعياً للسندات التقليدية، فهي تساهم في تعزيز التنويع والاستقرار المالي، ودعم التنمية الاقتصادية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وعلاوة على ذلك، تسهم الشفافية والحوكمة المرتبطة بالصكوك في بناء الثقة المالية، وتعزز من قدرة الدول المصدرة لها على إدارة احتياطياتها بفعالية وكفاءة، وتحقيق أهداف التنمية المستدامة، مما يجعلها أداة مالية رئيسية في النظام المالي الإسلامي.

الفصل الرابع

تمهيد:

لقد خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمة وإيجابية في سبيل تطوير النظام المالي الإسلامي بصفة عامة، والصكوك الإسلامية بصفة خاصة، هذه الأخيرة التي أصبحت تنافس الأدوات التقليدية في تمويل المشروعات ذات التمويل الضخم في مختلف القطاعات، ومنه إلى تدعيم إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، وسيتم تخصيص هذا الفصل لعرض تجربتي ماليزيا والسعودية في هذا المجال، على اعتبار تاريخهما الحافل والانجازات المحققة في الصكوك الإسلامية، سواء من حيث التشريعات والقوانين، أو الهيئات والمؤسسات، أو الأدوات التمويلية الإسلامية، وذلك وفقا لتقارير العديد من الهيئات الإسلامية الدولية الداعمة للتمويل الإسلامي، والهدف هو التعرف على مدى ونسبة مساهمة الصكوك الإسلامية لكلا الدولتين في تسير الفوائض المالية وتحسين أداء محفظة الاحتياطي، وإسقاط ما يمكن إسقاطه على الحالة الجزائرية، وفق النقاط التالية:

المبحث الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية عالميا وتحدياتها.

المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية.

المبحث الثالث: تجربة السعودية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية.

المبحث الرابع: الدراسة الاستشرافية لاستخدام الصكوك الإسلامية في تحسين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

المبحث الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية عالمياً وتحدياتها

برزت في السنوات الأخيرة صناعة الصكوك الإسلامية بشكل متسارع، أحياناً فاق التوقعات، وبالنظر إلى الأزمة المالية العالمية؛ يمكن أن تكون ساهمت في لفت الأنظار إلى هذا النوع من الخدمات، على الصعيدين المحلي والدولي، وبهذا لا نمانع أن نقول: إن السوق العالمي للصكوك الإسلامية قد ارتفع ونما على مدار السنوات العشر الماضية، وشهد نمواً ملحوظاً في قارة آسيا، ونخص بالذكر ماليزيا ودول الخليج.

يهدف هذا المبحث إلى تسليط الضوء على واقع سوق الصكوك الإسلامية، متناولاً أبعاده المختلفة من حيث الحجم، والتوزيع الجغرافي، والتقسيم السائد حسب صيغ التمويل وعملة الإصدار، والتحديات التي تواجهه، وآفاق نموه المستقبلية، وذلك في فترة الدراسة (2014-2023م).

المطلب الأول: واقع سوق الصكوك الإسلامية عالمياً

إن الفهم السليم للواقع السابق لسوق الصكوك الإسلامية، يعدّ أمراً ضرورياً لأصحاب القرار والمستثمرين والباحثين في ميدان التمويل الإسلامي، إذ يساهم في رسم صورة واضحة المعالم عن إمكانات وتنوع هذا السوق.

أولاً- تطور سوق الصكوك الإسلامية عالمياً

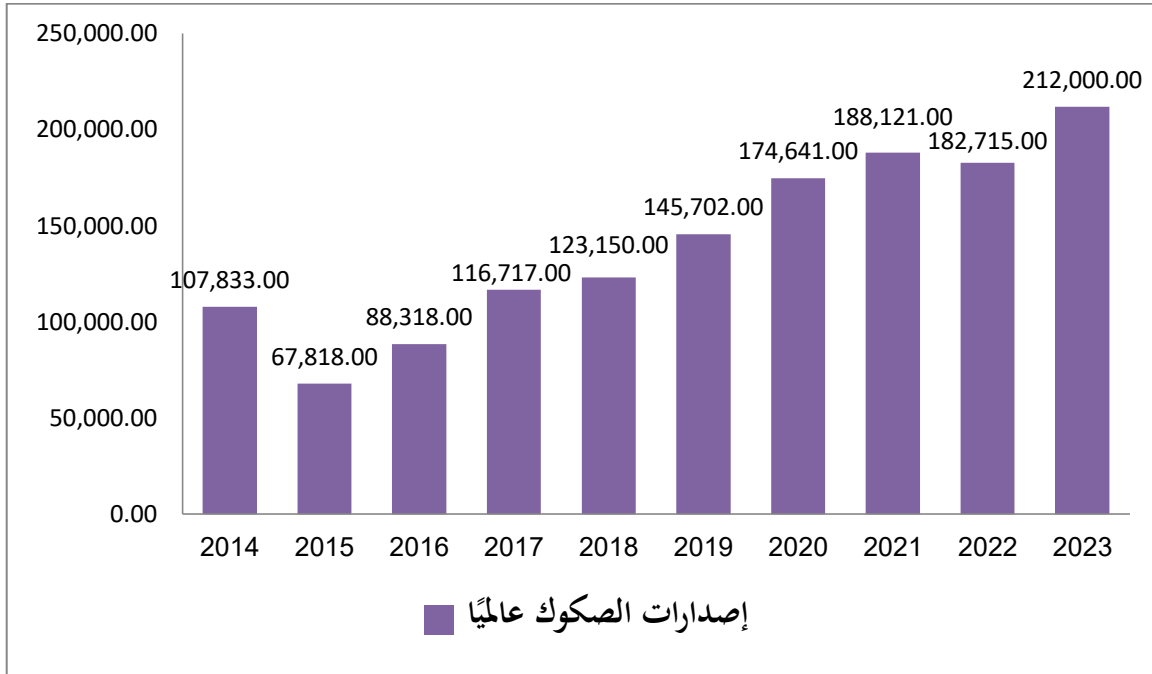
تطورت الصكوك الإسلامية لتكون أداة فعالة لإدارة رأس المال، حيث حققت سوق الصكوك معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها وانتشارها، بهدف زيادة العائد وتنويع الاستثمار، والرسم البياني الموالي يفصّل لنا إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية خلال 10 سنوات الأخيرة.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

رسم بياني رقم: 1-4

إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)

(الوحدة: مليون \$)



Source: International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 13th Edition, Manama, Bahrain, November 2024, p25.

شهد تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية توسعاً ملحوظاً في الفترة من 2014م إلى 2023م، حيث تظهر الأرقام في الرسم البياني رقم (1-4)، أن إجمالي إصدارات الصكوك العالمية 1,4 تريليون \$ (جانفي 2014م-ديسمبر 2023م)، وهذا الرقم يؤكد المكانة المرموقة للصكوك كأداة تمويل رائدة.

ومن العدل أن نذكر أن سوق الصكوك أصبحت أكثر نضجاً، وأن الدروس المستفادة من الأحداث المتعلقة بالأزمة المالية العالمية، مثل التخلف عن السداد، ووقف السداد وإعادة الهيكلة، ساعدت في توضيح العديد من القضايا القانونية المعقدة المتعلقة بالإصدار، وعلى الرغم من أن معظم الصكوك الدولية المتعثرة، إما أعيد هيكلتها، أو تم سدادها، وهو ما ساعد على التقدم السريع لسوق الصكوك العالمية، إلا أنه يتعين علينا أن ندرك أن هناك حاجة إلى مزيد من الوضوح، لتحقيق النمو المستدام لهذه الأداة الإسلامية الرئيسية.

- في عام 2014م، بلغ إجمالي إصدارات الصكوك في العالم 107,833 مليار \$، حيث تباطأ سوق الصكوك إلى ما يزيد قليلاً عن 30 مليار \$، وهو انخفاض بنسبة 22% مقارنة بعام 2013م، ومع ذلك فإن جزءاً كبيراً من هذا

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

الانخفاض يرجع إلى قرار سياسة بنك نيجيريا المركزي، بوقف إصدار صكوك الاستثمار قصيرة الأجل، وقد لا يُنظر إلى هذا على أنه انعكاس لضعف في سوق الصكوك، ولكنه تغيير في الاستراتيجية¹.

- وشهد عام 2015م انخفاضاً كبيراً في الإصدارات حيث تم إصدار 67,818 مليار \$ فقط من الصكوك، حيث تباطأ سوق الصكوك إلى ما يزيد قليلاً عن 40 مليار \$، وهو انخفاض هائل بنسبة 43% مقارنة بعام 2014م؛ ومع ذلك، فإن دخول عدة جهات، مثل شركات إنتاج الطاقة، وكيانات تمويل المشاريع، والشركات، وشبه السيادية، فضلاً عن دخول العديد من الولايات القضائية الجديدة وإعادة الإصدارات من قبل الجهات السيادية أبطت سوق الصكوك نشطة.

- في عام 2016م، بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 88,318 مليار \$، فقد ارتفعت إصدارات الصكوك العالمية بزيادة قدرها حوالي 23,21% في الحجم، مقارنة بالعام السابق، وكان سبب الزيادة في الحجم هو الإصدارات الثابتة من آسيا، ودول مجلس التعاون الخليجي وأفريقيا، بينما تستمر ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك، على الرغم من زيادة حصة دول مثل إندونيسيا وتركيا أيضاً².

- في عام 2017م، بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 116,717 مليار \$، بعد أن كانت 88,318 مليار \$ في عام 2016م، وهي قفزة مذهلة بلغت حوالي 32% في الحجم، وكان السبب الرئيسي وراء الزيادة في الحجم، هو إصدارات الصكوك السيادية من قبل السعودية، إلى جانب الإصدارات الثابتة من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي، وأفريقيا وبعض الدول الأخرى؛ وتواصل ماليزيا في كل عام سيطرتها على سوق الصكوك، على الرغم من أن الأسهم من دول مثل إندونيسيا والإمارات العربية المتحدة وإلى حد ما من تركيا، تتخلف عن الركب من حيث القيمة³.

- في عام 2018م؛ بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 123,15 مليار \$، فقد أظهر إصدار الصكوك العالمية زيادة متواضعة بنسبة +5% من 116,7 مليار \$ في عام 2017م إلى 123,15 مليار \$ في عام 2018م، وكان حجم الإصدار الثابت خلال عام 2018م، يرجع بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا، ودول

¹ International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 05th Edition, Manama, Bahrain, November 2016, pp21-22.

² International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 6th Edition, Manama, Bahrain, July 2017, p22.

³ International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 7th Edition, Manama, Bahrain, April 2018, p20.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

مجلس التعاون الخليجي وأفريقيا، وبعض الدول الأخرى، بينما تستمر ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك على الرغم من زيادة حصة دول مثل: إندونيسيا والإمارات والسعودية، وإلى حد ما من تركيا أيضًا¹.

- في عام 2019م؛ أغلق سوق الصكوك العالمية بإصدارات قياسية ومكسب كبير بلغ حوالي 18,32% (145,70 مليار \$)، وهذه أعلى قيمة لإصدار الصكوك السنوي مقارنة بالسنوات التي قبلها، وكانت العوامل التي مكنت سوق الصكوك من أن تشهد مسار نمو إيجابي قوي، هي التوقعات الإيجابية للاقتصاد العالمي، وأسعار السلع الأساسية المستقرة نسبيًا بما في ذلك النفط، واستمرار الزيادة في إصدارات الصكوك السيادية، وتحسن إصدارات صكوك الشركات في بعض البلدان².

- في عام 2020م؛ أغلق سوق الصكوك عند زيادة بنحو 19,86% (174,641 مليار \$)، حيث كانت العوامل الرئيسية لمسار النمو هذا هي تدابير التحفيز الاقتصادي التي نفذتها الحكومات، والنظرة الإيجابية للاقتصاد العالمي، والاستقرار النسبي لأسعار السلع الأساسية بما في ذلك النفط، واستمرار الزيادة في إصدارات الصكوك السيادية، وزيادة إصدارات المؤسسات المالية، ومتطلبات إعادة تمويل المصدرين وزيادة الإصدارات قصيرة الأجل، وكذلك الإصدارات طويلة الأجل، وإن خط أنابيب إصدارات الصكوك لعام 2021م وكذلك الإصدارات تشير إلى عام مستقر إلى معقول لسوق الصكوك³.

- في عام 2021م؛ بلغ إجمالي الإصدارات العالمية (طويلة الأجل وقصيرة الأجل) 188,121 مليار \$، وهو ما يمثل مرة أخرى أعلى قيمة لإصدارات الصكوك السنوية حتى ذلك العام، وبمقارنة حجم الإصدارات في عام 2021م، فإن إصدار الصكوك العالمية انخفض انخفاضًا طفيفًا بنحو 2,96% سنويًا مقارنة بـ 182,715 مليار \$ في عام 2022م⁴.

ويبدو أن النصف الأول من عام 2021م، أشار إلى أن سوق الصكوك ظلت صامدة، واستعاد الاقتصاد العالمي عافيته من الاضطرابات الناجمة عن الوباء، على الرغم من أن الصورة الاقتصادية أصبحت أكثر وضوحًا

¹ International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 08th Edition, Manama, Bahrain, July 2019, p20.

² International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 09th Edition, Manama, Bahrain, July 2020, p28.

³ International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 10th Edition, Manama, Bahrain, July 2021, p29.

⁴ International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 11th Edition, Manama, Bahrain, August 2022, p29.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

بالقضاء تمامًا على كوفيد-19، وعلى الرغم من أن التأثير على سوق الصكوك -بسبب الوباء- يقتصر عمومًا على عدد قليل من الصكوك المؤسسية، حيث واجه المصدرون صعوبات مالية وفكّروا في إعادة الهيكلة، وعلى الرغم أيضًا من أن سوق الصكوك العالمية أغلقت عام 2021م بإصدارات قياسية جديدة أخرى، إلا أن معدل نمو الإصدارات قصيرة الأجل تجاوز نمو الإصدارات طويلة الأجل.

- خلال عام 2022م؛ كان حجم الإصدارات 182,715 مليار دولار، ويرجع بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وأفريقيا، وبعض البلدان الأخرى؛ بينما استمرت ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك بشكل عام، في حين حافظت الإصدارات من السعودية وإندونيسيا على اتجاهها التصاعدي وزادت بحجم جيد، كما أصدرت الصكوك من بعض الدول الأخرى بشكل منتظم مثل: البحرين وتركيا¹.

- خلال عام 2023م؛ كان حجم الإصدارات 212,0 مليار دولار، بارتفاع بنسبة 16,03% مقارنة بعام 2022م، وهذا بفضل الزيادة المسجلة في إصدارات الصكوك المقومة بالعملة الأجنبية، ومع وضوح مسار أسعار الفائدة على المدى المتوسط، الذي يعود بالفائدة على تلك الإصدارات، وخاصة مع إرجاء الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خفض أسعار الفائدة، تظل احتياجات التمويل في الدول الأساسية بالصكوك الإسلامية مرتفعة، والجدير بالذكر بأن برنامج رؤية 2030 السعودي عزّز بشكل أساسي تلك الإصدارات²، كما يعزى الارتفاع إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وأفريقيا، وتواصل ماليزيا هيمنتها على سوق الصكوك بشكل عام، بينما حافظت الإصدارات من السعودية وإندونيسيا على اتجاهها التصاعدي وزادت بحجم جيد.

ثانيا- التوزيع الجغرافي لسوق الصكوك العالمية

لا يقتصر إصدار الصكوك على الدول الإسلامية فقط، بل هناك إصدارات بمشاركة نحو 35 دولة، بالإضافة إلى إصدارات من قبل هيئات من مختلف أنحاء العالم، والجدول الموالي يوضح متوسط إصدارات الصكوك العالمية حسب الدول.

¹ International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 12th Edition, Manama, Bahrain, August 2023, p29.

² وكالة "S&P Global Ratings"، توقعات إصدارات الصكوك لعام 2024م: تفاؤل حذر، 15 جانفي 2024م، متاح على الرابط: https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/ar/pdf/2024/sukuk-outlook-2024-cautiously-optimistic_ar.pdf، تاريخ الاسترداد: 04 نوفمبر 2024م.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

جدول رقم: 4-1

التوزيع الجغرافي لمتوسط إصدارات الصكوك العالمية حسب الدول

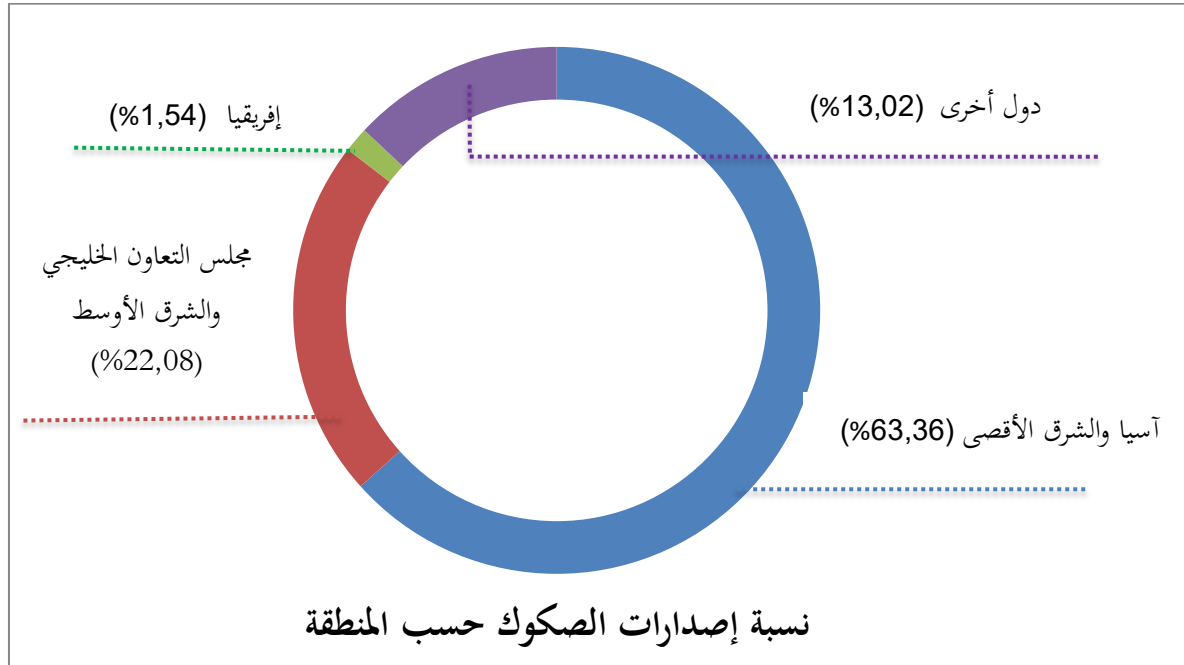
(جانفي 2014-ديسمبر 2023م) (الوحدة: مليون \$)

آسيا والشرق الأقصى	عدد الإصدارات	القيمة	النسبة المئوية
بنغلاديش	308	9 565	%0,558
بروناي دار السلام	310	14 845	%0,865
الصين	1	97	%0,006
هونغ كونغ	3	3 000	%0,175
إندونيسيا	765	166 776	%9,722
ماليزيا	9 168	858 453	%50,045
مالديف	6	337	%0,020
باكستان	190	32 576	%1,899
سنغافورة	14	1179	%0,069
سيريلانكا	2	5	%0,0003
المجموع	10 767	1 086 833	%63,358
مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط	عدد الإصدارات	القيمة (مليون \$)	النسبة المئوية
البحرين	425	39 508	%2,303
الأردن	4	438	%0,026
الكويت	14	5 968	%0,348
عمان	19	9 207	%0,537
قطر	59	37 166	%2,167
السعودية	296	215 097	%12,539
الإمارات	118	71 159	%4,148
اليمن	2	253	%0,015
المجموع	937	378 796	%22,082
إفريقيا	عدد الإصدارات	القيمة (مليون \$)	النسبة المئوية

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

مصر	5	602	%0,035
غامبيا	804	464	%0,027
ساحل العاج	2	460	%0,027
نيجيريا	14	2 258	%0,132
مالي	1	285	%0,017
المغرب	1	105	%0,006
جنوب إفريقيا	3	535	%0,031
السنغال	5	1 006	%0,059
السودان	45	20 449	%1,192
تنزانيا	2	5	%0,0003
طوغو	1	245	%0,011
المجموع	883	26 414	%1,540
دول أخرى ومؤسسات دولية	عدد الإصدارات	القيمة (مليون \$)	النسبة المئوية
ألمانيا	2	151	%0,009
لوكسمبورغ	3	280	%0,016
تركيا	1 186	92 753	%5,407
انجلترا	9	2 167	%0,126
و.م.أ.	2	667	%0,039
مؤسسات دولية	246	127 311	%7,422
المجموع	1 448	223 329	%13,02
المجموع الكلي	14 035	1 715 371	%100

Source: International Islamic Financial Market (IIFM), Sukuk Reports, (2014-2024).



المصدر: من إعداد الباحث انطلاقاً من معطيات الجدول رقم: 4-1.

طول الفترة (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م) كانت لا تزال آسيا هي اللاعب المهيمن في سوق الصكوك العالمية - كما هو موضح في الجدول أعلاه - من حيث المنطقة الجغرافية، وتمثل نسبة 63,35% من إصدارات الصكوك العالمية، ويمكن أن نرى بوضوح بأن ماليزيا لوحدها تستحوذ على أكثر من 50% من إجمالي الإصدارات، تليها دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط، باعتبارها ثاني أكبر وجهة لإصدار الصكوك بحصة سوقية تبلغ حوالي 22%، والتي تصدرها السعودية بنسبة 12,54% من إجمالي الإصدارات، ويعود ذلك إلى التطورات الإيجابية في اقتصادات المنطقة وأسواق رأس المال، وتستمر في كونها واحدة من المناطق الرئيسية التي تقود سوق الصكوك، وأما النسبة المتبقية فتتقاسمها بقية دول العالم، التي أصدرت صكوكاً إسلامية خلال هذه الفترة مثل: السودان، تركيا، والمؤسسات العالمية، والتزايد في عدد الدول المصدرين للصكوك بشكل مباشر أو غير مباشر على أساس سنوي، يحافظ ويعزز تطور ونمو سوق الصكوك عالمياً.

خلال عام 2023م، تعدّ آسيا أكبر منطقة مصدرة للصكوك بحصة سوقية تبلغ حوالي 60,18%، واعتباراً من نفس العام، تعد ماليزيا والمملكة العربية السعودية وإندونيسيا من بين الدول الرائدة في السوق، واللاعبين

الصرف الأجنبي في الجزائر

المسيطرين من حيث الإصدارات، بحصة سوقية تبلغ 36,81%، و23,34%، و11,83% على التوالي، في حين أن الحصة التقريبية لباقي الدول الأخرى في السوق العالمية هي بالترتيب كما يلي: قطر (3,46%)، والإمارات (1,92%)، والبحرين (1,66%)، وقطر (1,36%)، وتركيا (5,48%)، في حين أن نيجيريا -الوافد الجديد نسبياً- يبرز كجهة رائدة في إصدار الصكوك من منطقة إفريقيا، بحصة سوقية تبلغ (0,20%)، دون أن ننسى الإصدارات من السودان، غير أن الاحصائيات غير متوفرة حالياً بسبب ما تمر به الدولة من مشاكل سياسية، وتمثل المؤسسات الدولية، وخاصة البنك الإسلامي للتنمية 9,03% من إجمالي إصدارات الصكوك لعام 2023م، والجدير بالذكر أن عدد الدول التي تصدر الصكوك، يتزايد بشكل مباشر أو غير مباشر على أساس سنوي، مما يحافظ بدوره على مرونة سوق الصكوك وحيويتها، وفيما يلي جدول يبين التوزيع الإقليمي للإصدارات العالمية.

المطلب الثاني: العوامل المساعدة على نمو سوق الصكوك الإسلامية

برزت في العقود الأخيرة، جملة من العوامل المساهمة في خلق وتنشيط تداول الصكوك المالية الإسلامية، من بين أبرزها ظهور مؤسسات دولية تهتم بالتمويل الإسلامي، تهدف لوضع معايير وأسس لتوحيد الإجراءات وتسهيل الرقابة على السوق، وتساهم في خلق بيئة استثمارية جاذبة للصكوك، مما يدعم نموها وتداولها على نطاق أوسع، ومن بين العوامل المساعدة نذكر:

أولاً- وكالات التصنيف الائتماني (هيئات ومؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية)

حيث تساهم هيئات الرقابة الشرعية في توفير بيئة استثمارية آمنة وموثوقة لصناعة الصكوك الإسلامية، من خلال وضع معايير وضوابط شرعية ومحاسبية صارمة، تعمل هذه الهيئات على ضمان مطابقة جميع مراحل إصدار الصكوك وأنشطتها لأحكام الشريعة الإسلامية، مما يبعث الطمأنينة لدى المستثمرين، ويزيد من ثقة المدخرين في هذه الأداة المالية، من بين أهم المؤسسات الدولية الداعمة نجد:

1- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI): تأسست الهيئة في الجزائر بتاريخ 26 فيفري عام 1990م، وسرعان ما توسّعت لتسجيل حضورها في البحرين بتاريخ 27 مارس 1991م، وتهدف الهيئة إلى تعزيز وتطوير ممارسات المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات في القطاع المالي الإسلامي، وقد نجحت في إصدار 98 معياراً محترفاً أصبحت مرجعاً أساسياً للمؤسسات العاملة في هذا المجال¹.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (1-54)، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى ديسمبر 2015م، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2015م.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

2- مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB): تأسست الهيئة بماليزيا في 10 فيفري 2003م، كمنظمة دولية مختصة في مجال وضع المعايير الدولية للإشراف والرقابة على المؤسسات المالية، لا سيما تلك العاملة في القطاع الإسلامي، وتهدف الهيئة إلى تعزيز الاستقرار المالي، وزيادة الثقة في الأسواق المالية العالمية من خلال توفير إطار عمل شامل للإشراف الرقابي الفعال.

3- مجمع الفقه الإسلامية الدولي (IIFA): تأسس مجمع الفقه الإسلامي الدولي في جدة عام 1981م، ليكون مرجعية علمية فقهية عالمية، يهدف المجمع إلى توحيد الرأي الفقهي في القضايا المعاصرة، وتنسيق جهود المؤسسات الفقهية حول العالم، وذلك من خلال الاجتهاد الجماعي والرد على الفتاوى الشاذة، يساهم المجمع بذلك في توضيح الموقف الشرعي من القضايا المعاصرة، وتقديم رؤية إسلامية شاملة ومتكاملة¹.

4- السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM): تأسست الهيئة في البحرين عام 2002م، كمنظمة دولية غير ربحية، تعمل على توحيد وتنسيق الإجراءات المتعلقة بصناعة التمويل الإسلامي، بهدف تعزيز الشفافية والكفاءة في هذا القطاع الحيوي، وجذب المزيد من الاستثمارات².

5- مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية (IILMC): مؤسسة دولية تم تأسيسها في أكتوبر من عام 2010م، من قبل البنوك المركزية وسلطات النقد، بهدف إصدار أدوات مالية قصيرة الأجل، تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومقرها ماليزيا.

6- وكالة التقييم الإسلامية الدولية (IIRA): تم تأسيسها عام 2005م بالبحرين، والمساهم الرئيسي بها هو بنك التنمية الإسلامي، وتهدف إلى تقديم خدمات التصنيف الائتماني، كطرف مستقل للمصدرين والإصدارات الخاصة بالمنتجات المالية الإسلامية³.

ثانيا- الحوافز السليمة المساعدة في نمو سوق الصكوك العالمي

هناك عوامل مساعدة أخرى تساهم في نمو سوق الصكوك الإسلامية وهي⁴:

- عامل الدعم الحكومي؛ حيث تعد السياسات الحكومية الداعمة، والتي تشمل سنّ القوانين واللوائح وتشجيع الإصدار المباشر وغير المباشر للصكوك، عاملاً حاسماً في تطوير أسواق الصكوك الإسلامية.

¹ هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، فلسطين، نوفمبر 2017م، ص26.

² نفس المرجع، ص27.

³ نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁴ فتح الرحمن على محمد صالح، مرجع سابق.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- شهدت الصكوك الإسلامية تطوراً ملحوظاً، حيث أدت إلى زيادة كفاءة الأسواق المالية وتنويع الخيارات الاستثمارية المتاحة، ساهم هذا التطور في تعزيز قدرة الاقتصادات على جذب الاستثمارات وتلبية احتياجاتها التمويلية المتنوعة¹.
- عامل التنوع؛ من المؤكد أن التنوع الكبير الذي شهدته الصكوك الإسلامية في التصنيف والأنواع، والآجال والجهات المصدرة، وسّع نطاقها في الأسواق المالية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين، مما ساهم في نموها المتسارع².
- زيادة السيولة، وبالأخص في الدول المصدرة للنفط.
- عامل التكلفة؛ حيث تتميز الصكوك الإسلامية بتكلفة تمويل أقل مقارنة بالقروض المصرفية التقليدية، مما يجعلها خياراً جذاباً للمؤسسات التي تسعى إلى تحسين هيكل رأس المال وتنويع مصادر التمويل، هذه الميزة التنافسية تساهم في تعزيز قدرة المؤسسات على النمو والتوسع.
- الاحتياج لرؤوس أموال ضخمة، التي تفرضها المشاريع التنموية الضخمة، ولا سيما في قطاعات حيوية مثل الطاقة والبنية التحتية، هذا الأمر يتطلب توفير مصادر تمويل متنوعة ومرنة، نجدها بالاستثمار في الصكوك الإسلامية.
- حققت الصكوك الإسلامية نجاحاً كبيراً في جذب الاستثمارات بفضل مجموعة من المزايا التي تتمثل في: استقرار عوائدها المرتبطة بأصول ملموسة، ومستوى الثقة المرتفع، خاصة تلك الصادرة عن الحكومات³، هذه المميزات تجعلها خياراً استثمارياً جذاباً، حيث توفر بيئة استثمارية أكثر استقراراً ومرونة، مثل الإيجارات الدورية في الصكوك التي يكون أساس إصدارها أصولاً مؤجرة، أو أنواع الصكوك الأخرى يكون للدخل الدوري مصادر تحقق له الاستقرار النسبي⁴.
- زيادة حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية يوفر أدوات مهمة لإدارة السيولة ودعم الربحية للمؤسسات، سواء المصرفية أو الاقتصادية المتعاملة في هذه الصكوك.

¹ عبد المنعم حسانين فياض، مرجع سابق، ص33.

² محمد تقي العثماني، مرجع سابق، ص1.

³ نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، سوريا، 2007م، ص315.

⁴ محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، قرار ثلاثون "3-4"، الدورة 19 لجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، الإمارات، 2009م، ص2.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- دخول بلدان غير إسلامية في سوق إصدارات الصكوك الإسلامية.
- نجاح النموذجين الماليزي والسعودي، كأبرز داعمين لحركة الصكوك الإسلامية، حيث يمثل هذا السوق حوالي 62% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم على أساس عقد من الزمن (2014-2023م)¹.
- تأسيس مؤشرات في بلدان أجنبية لقياس أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة مثل "مؤشر داجونز سيتي غروب" للصكوك، والذي أطلق عام 2008م.

تتيح الصكوك الإسلامية مرونة كبيرة في تمويل المشروعات والمبادرات الاجتماعية والخيرية، ولا سيما صكوك الوقف والقرض الحسن والتبرع، مما يساهم في تحقيق التنمية المستدامة في المجتمعات الإسلامية.

- تعزيز الوعي المالي لدى المستثمرين العرب والمسلمين، نتيجة التكامل المتزايد بين الأسواق المالية العالمية، وتطور تكنولوجيا المعلومات، الذي أدى إلى تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة، والاستجابة بفاعلية للتغيرات في الأسواق المالية، بما في ذلك الأحداث المتعلقة بعمليات التصكيك.

- مستوى المخاطر القليل الذي تتميز به الصكوك مقارنة بالأسهم، بفضل ارتباطها بأصول ملموسة، واستقرار أسعارها النسبي، هذه المميزات تجعل الصكوك أداة استثمارية جذابة للمستثمرين المحافظين، حيث تسمح لهم بتحويل استثماراتهم إلى سيولة بسهولة دون التعرض لتقلبات سعرية كبيرة².

- توفر المؤسسات المالية الوسيطة المتخصصة والخدمات الاستشارية الداعمة، هذا الإطار المؤسسي يضمن كفاءة وشفافية عمليات التصكيك، مما يساهم في تنشيط الأسواق المالية وتوفير التمويل اللازم للاقتصاد.

المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية.

تعتبر ماليزيا سوقاً رائدة في مجال الصكوك الإسلامية، وقد قامت الحكومة الماليزية باستخدام هذه الأداة التمويلية الإسلامية لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وللتخفيف من الضغط على احتياطات الصرف الأجنبي، كبديل عن الاقتراض الخارجي والمصادر التمويلية التقليدية الأخرى، وفي هذا السياق؛ يمكن تقييم مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل الحكومة، وتقليل الاعتماد على الاحتياطي الماليزي؛ وسنرى في هذا المبحث إمكانية الحصول على تمويل محلي إسلامي، مما قد يخفف من الحاجة إلى الاقتراض الخارجي بالعملة الأجنبية

¹ من تحليل الجدول رقم: 4-2.

² محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص2.

المطلب الأول: نظام التمويل الإسلامي وتطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا

يتكون نظام التمويل الماليزي من سوقين رئيسيتين، سوق للأوراق المالية التقليدية، وأخرى تراعي الضوابط الشرعية، وتعتبر هذه الأخيرة من المصادر المعول عليها في تمويل المشروعات وسدّ حاجات الاستثمار في البلد، وهنا لا بد من بيان أن كل التركيز كان على الصكوك الإسلامية كأهم منتجات الهندسة الإسلامية، وجاءت نتائج الإصلاحات المحلية التي قامت بها الحكومات المتعاقبة -كما رأينا سابقا- ولهذا كان لزاما توصيف واقع التمويل الإسلامي في ماليزيا.

أولا- نشأة وتطور التمويل الإسلامي الماليزي

تعود جذور أنشطة التمويل الإسلامي في ماليزيا إلى بداية الستينات، حين تم تأسيس هيئة صندوق الحجاج* في نوفمبر 1962م، والتي كانت تهدف إلى إدارة أموال الحجاج بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية¹، وكان من المناسب، التصميم لنظام العمل المصرفي الإسلامي في البلاد، فكان ذلك عام 1983م، عندما تم إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي الذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983م، هذا القانون أتاح تقديم مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، في سياق هذا التطور، تم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي²، تلاه إنشاء شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي "Syarikat" في عام 1984م، بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في نفس العام³، وتم تدرج القيم الإسلامية أيضا من خلال أنواع أخرى من المؤسسات مثل الجامعة الإسلامية العالمية في ماليزيا "IIUM" التي تقوم بتكوين الإطارات في المالية الإسلامية⁴.

إلا أن الانطلاقة الحقيقية لسوق رأس المال الإسلامي تعود إلى عام 1990م، عندما قامت شركة "ShellMSD SdnBhd" بإصدار صكوك مبنية على البيع بالآجال بقيمة 50 مليون\$¹، وطرحها للتداول في

* قام المسلمون في ماليزيا بتأسيس منظمة "تابونغ حجي Tabong Haji"، كآلية تقوم بادخار المال بطريقة شرعية لتمكينهم من الحج.

¹ شعيب يونس، مرجع سابق، ص 285.

² Rika Nakagawa, The evolution of Islamic finance in Southeast Asia: The case of Malaysia, The Journal of Applied Business Research, Volume 25, Number 1, The Clute Institute, USA, 2009, p116.

³ نبيل خليل طو سمور، سوق الأوراق الدالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007م، ص 99.

⁴ شعيب يونس، مرجع سابق، ص 285.

¹ أبو بكر حوات، حمزة ضويفي، واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها التجربة الماليزية "نموذجا"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد السادس، العدد الأول، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2021م، ص 612.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

السوق المحلي¹، ولاحقا ساهمت وزارة المالية الماليزية في تعزيز الأنشطة المالية الإسلامية، من خلال تشكيل لجنة لدراسة النشاطات والمعاملات في السوق بشكل معمق، وتبعا لذلك، تم إنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي عام 1994م، بالإضافة إلى تشكيل لجنة شرعية مختصة بدراسة المنتجات المالية الإسلامية في عام 1999م، ثم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والذي تم إدراجه في اللوحة الرئيسية للبورصة الماليزية، وأطلق عليه اسم "مؤشر الشريعة"² أو "مؤشر ماليزيا الإسلامية داوجونز RHB".

في عام 2001م تم إطلاق الخطة الرئيسية للقطاع المالي للسنوات (2001م-2010م) -تم التطرق لها سابقا- التي اتخذت فيها الحكومة خطوات لتحرير قطاعها المالي³، بما في ذلك المبادرات الرامية إلى زيادة سقف الاستثمار الأجنبي في البنوك الإسلامية المحلية وبنوك الاستثمار، وشركات التأمين التقليدي والتكافلي من 49% إلى 70%، وتأسيس المعهد المالي والمصرفي الإسلامي الماليزي (MIBFI)* عام 2001م، والمركز الدولي للقيادة المالية (ICLIF)** عام 2003م⁴، وعلاوة على ذلك، تم افتتاح معهد الصيرفة والتمويل الإسلامي ((IIiBF)) عام 2005م.

وفتح قطاع الخدمات المالية الإسلامية الماليزية أبوابه أمام المؤسسات المالية الدولية الخارجية، وخاصة من منطقة الشرق الأوسط، وكان يصدر تراخيص لمؤسسات التمويل الدولية الخارجية، لتعزيز المنافسة الشريفة في السوق المحلي، ودفع الصناعة إلى مستوى أعلى؛ فقد حصل بيت التمويل الكويتي (ماليزيا بيرهاد) على ترخيص في عام 2005م، يليها الراجحي (أول فرع أجنبي للبنك السعودي خارج السعودية) عام 2006م¹.

¹ صارة زعيتري، نورة زيان، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية -التجربة الماليزية نموذجاً، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، المجلد الثالث، العدد الثالث، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020م، ص352.

² أمل على إبراهيم وآخرون، مرجع سابق.

³ Ministry of Finance Malaysia, Ninth and Tenth Malaysia Plan, 2001 -2010", Available at the site: <https://www.mof.gov.my/portal/en>, Date of Access: July 31, 2024.

* مختص في تقديم دورات منتظمة للمهنيين الماليين.

** هو منظمة غير ربحية، تختص في لتعليم التنفيذي والتكوين والتدريب وتقديم الخدمات الاستشارية، في مجالات تطوير القدرات القيادية وحوكمة الشركات، وقد أسس المركز لإعداد جيل جديد من القادة من المستوى العالي.

⁴ Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC): The Iclif Leadership and Governance Centre (Iclif), Available at the link: <https://mifc.com/-/the-iclif-leadership-and-governance-centre-iclif>, Date of access: August 1, 2024.

¹ شعيب يونس، مرجع سابق، ص286.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

في إطار جهود السلطات لتحرير القطاع المالي، أعلن البنك المركزي "نيجارا ماليزيا" (BNM) في أبريل 2009م، عن إطلاق ترخيصين جديدين للصيرفة الإسلامية¹، وأتبع ذلك بتعزيز الأنظمة والرقابة، من خلال قانون البنك لعام 2009م، الذي تضمن أحكامًا شاملة، تهدف إلى تشديد مستوى الرقابة وتحديد الإجراءات الوقائية والاستباقية، كما وسّع القانون سلطات اتخاذ القرار لتسهيل الحل السريع والمنظم للأزمة المالية، التي حدثت في سنة 2008م².

في عام 2006م، تم إطلاق أول صندوق استثمار عقاري إسلامي في العالم (I- REIT) من ماليزيا، وفي العام الموالي تم تقديم مؤشرين حسب أحكام الشريعة هما: مؤشر (FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah)، ومؤشر (FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah)، ولأول مرة في آسيا، تم إنشاء صندوق مؤشرات تداول إسلامي (I- ETFs)³، بعد ذلك، تم تأسيس الأكاديمية الإسلامية للبحوث الشرعية (ISRA)* عام 2008م، وفي العام الموالي، تم إطلاق هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)، ومساعدتها التدريبي، المتمثل في شركة تطوير صناعة الأوراق المالية (SIDC)⁴.

في ديسمبر من عام 2011م، قام البنك المركزي الماليزي بوضع خطة جديدة لتطوير القطاع المالي الماليزي، تستمر لغاية عام 2020م، وقد تضمنت هذه الخطة 69 توصية منها 12 خاصة بالقطاع المالي الإسلامي، يمكن ذكر البعض من هذه الأخيرة فيما يلي¹:

- إصدار قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA)، في عام 2013م، الذي جاء متمما ومعدلا لقانوني الخدمات المصرفية الإسلامية، وقانون التكافل لعامي 1983م و1984م على التوالي².

¹ حبيبة رميتة، متطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري -دراسة استشرافية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2021م-2022م، ص129.

² Islamic Research and Training Institute (IRTI): Malaysia Islamic Finance Report 2015, Kuala Lumpur, Malaysia, June 30, 2015, pp 76, 84-85.

³ زوبر بولجال، تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية -ماليزيا نموذجا، مجلة بيت المشورة، العدد الخامس، قطر، 2016م، ص79.

* تأسست هذه الأكاديمية بهدف تعزيز البحوث التطبيقية في ميدان الشريعة والتمويل الإسلامي، وتعتبر بمثابة مستودع للمعرفة، حيث تجمع الآراء الشرعية والفتاوى، وتجري دراسات معمقة حول أحدث المستجدات في التمويل الإسلامي، إضافة إلى ذلك، تسهم المؤسسة في تنمية رأس المال البشري في المصرفية الإسلامية، من خلال توفير منصة للتقارب بين مختلف الفاعلين في النظام المالي الإسلامي، وتشجع على البحث والحوار في كل من البيئتين المحلية والدولية.

⁴ Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op cit, p80.

¹ حبيبة رميتة، مرجع سابق، ص130.

² Islamic Research and Training Institute (IRTI), Op cit, p85.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- إطلاق الإطار الخاص بصكوك الاستثمار المستدام والمسؤول عام 2014م.
- إصدار مبادئ توجيهية تتعلق بالاكتمال في صكوك وسندات الشركات الموجهة لمستثمري التجزئة عام 2015م.
- الإفراج عن حوافز ضريبية لمختلف اللاعبين في السوق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى إصدار مبادئ توجيهية بشأن صناديق الاستثمار المستدام والمسؤول عام 2017م.
- في نهاية عام 2018م؛ بلغت الأصول الإسلامية المدارة 158,83 مليار MYR، مسجلة انخفاضاً بنسبة 7,74% مقارنة بـ 172,16 مليار MYR في نهاية عام 2017م، وشهد عدد صناديق الاستثمار الإسلامية زيادة من 324 صندوقاً في عام 2017م إلى 335 صندوقاً، وخلال العام، تم إطلاق صندوقين إسلاميين للاستثمار الاجتماعي لصندوق الثقة وصندوق الجملة على التوالي، علاوة على ذلك، كان هناك 53 شركة (SRI) لإدارة الصناديق، منها 22 شركة إدارة صناديق إسلامية كاملة، و13 شركة لإدارة الصناديق التي تحتوي نوافذ إسلامية¹.
- توسعت سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بمعدل نمو سنوي مركب قدره 10,9% سنوياً، حيث بلغ 1,9 تريليون MYR عام 2018م²، وفي نهاية ديسمبر من نفس العام تم تأهيل 37 صندوقاً استثمارياً متوافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية، ليصل عددها إلى 224 صندوقاً، بمعدل 34,46% من مجموع الصناديق التقليدية والإسلامية معاً.
- في عام 2019، تم إطلاق 58 صندوقاً استثمارياً جديداً، بينما تم استحقاق 15 صندوقاً، وإنهاء 8 صناديق، مما رفع العدد الإجمالي لصناديق الاستثمار المتاحة للمستثمرين إلى 685 ، وبلغ عدد الصناديق التقليدية 449 صندوقاً، بينما بلغ عدد الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 236 صندوقاً¹.
- وفي نهاية عام 2019م بلغ عدد صناديق الاستثمار الإسلامية 330 صندوقاً، بما في ذلك صندوقان استثماريان إسلاميان، وكان هناك 54 شركة إدارة مالية تدير صناديق إسلامية، و23 شركة إدارة مالية إسلامية كاملة، و31 شركة إدارة مالية تقدم نوافذ إسلامية في نهاية عام 2019م.

¹ Securities Commission Malaysia, Annual report 2018, Kuala Lumpur, Malaysia, January 30, 2019, p162.

² Ibid, p83.

¹ Ibid, p176.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

في حين، بلغ عدد صناديق الاستثمار الإسلامية 336 صندوقاً في نهاية 2020م، بما في ذلك 5 صناديق استثمارية إسلامية مسؤولة اجتماعياً، وكان هناك 54 شركة إدارة مالية تدير صناديق إسلامية، و23 شركة إدارة مالية إسلامية كاملة، و31 شركة إدارة مالية تقدم نوافذ إسلامية في ديسمبر 2020م.

في عام 2023م، ساهمت سوق رأس المال الإسلامية بشكل كبير من إجمالي السوق، حيث تمثل 63,73%، وفي ظل النمو المطرد، توسعت سوق رأس المال الإسلامية بنسبة 4,5% على أساس سنوي، حيث ارتفعت إلى 2.426,77 مليار MYR بنهاية عام 2023م، وتتكون من أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، بإجمالي قيمة سوقية بلغت 1.155,53 مليار MYR¹، وارتفع عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من 789 إلى 811، لتشكّل 81,51% من إجمالي 995 ورقة مالية مدرجة في بورصة ماليزيا، بينما ارتفعت الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة بواقع 1,5%².

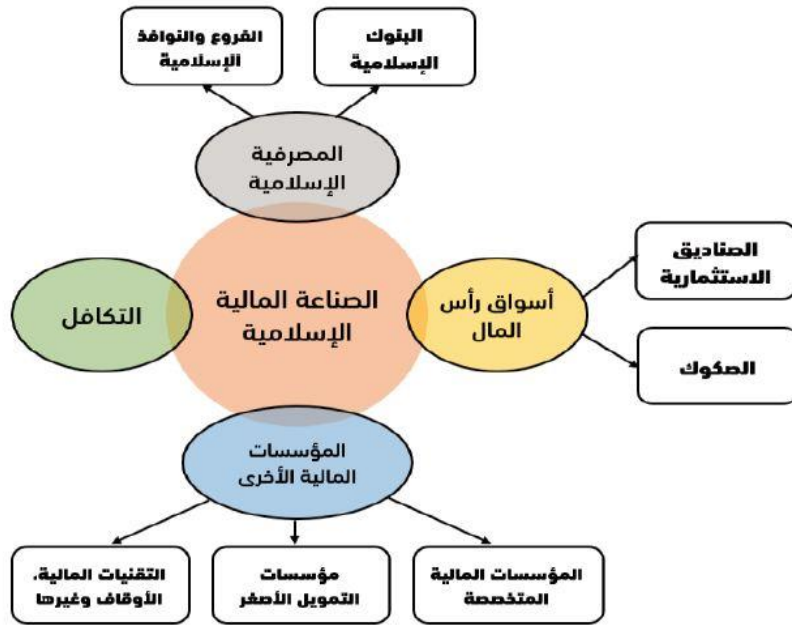
ثانياً- مكونات نظام التمويل الإسلامي في ماليزيا

يشمل التمويل الإسلامي أنشطة الصيرفة (المصارف)، والتأجير، والسوق المالي الإسلامي (الصكوك والأسهم النقية)، وصناديق الاستثمار، والتأمين التعاوني، والرسم البياني الموالي يوضح المجالات الرئيسية لنظام التمويل الإسلامي.

¹ Securities Commission Malaysia, Annual report 2023, Kuala Lumpur, Malaysia, March 25, 2024, p226.

² Islamic Development Bank, SC Partners IsDB to Advance Islamic Capital Market, Social Finance, April 29, 2024, Available at the link: <https://www.isdb.org/news/sc-partners-isdb-to-advance-islamic-capital-market-social-finance>, Date of access: August 14, 2024.

القطاعات الرئيسية للصناعة المالية الإسلامية



المصدر: عبد الكريم قندوز، مؤسسات التمويل الإسلامي، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، العدد الثامن والعشرون، أبوظبي، الإمارات، 2022م، ص8.

بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية، نعرج على أهم المكونات لنظام التمويل الإسلامي¹:

1- المصارف الإسلامية: تعد ماليزيا من الرواد في مجال الصيرفة الإسلامية، حيث بدأت تجربتها في هذا المجال بتأسيس صندوق "تابونغ حجي" عام 1963م، وقد ساهمت الجهود المتواصلة في تطوير الإطار التشريعي والرقابي، إلى جانب الدعم الحكومي، في تحول ماليزيا إلى مركز مالي إسلامي عالمي، مما جعلها نموذجا يحتذى به في هذا المجال¹.

2- التأمين التكافلي: وجدت هذه الفكرة تطبيقاً عملياً في العديد من المجتمعات، ومع تطور الفكر الاقتصادي الإسلامي، ظهر التأمين التعاوني الإسلامي كبديل شرعي للتأمين التجاري التقليدي، حيث يركز على مبادئ

¹ عبد الكريم قندوز، مؤسسات التمويل الإسلامي، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، العدد الثامن والعشرون، أبوظبي، الإمارات، 2022م، ص ص8-23.

¹ هودة عبو، أهمية واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا، مجلة الادارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد العاشر، العدد الأول، جامعة البليدة2، الجزائر، جوان 2021م، ص307.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

الشريعة الإسلامية، ويهدف إلى تحقيق التكافل الاجتماعي الشامل¹، ونجحت ماليزيا في الصناعة التكافلية، فقد شملت انجازات نوعية شملت القوانين والسياسات والمنتجات منذ تأسيسها، فهي تمتلك أكبر سوق تكافلي في العالم².

3- صناديق الاستثمار: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أهداف استثمارية محددة للمستثمرين، وتلعب هذه الصناديق دوراً حيوياً في تطوير السوق المالية الماليزية، حيث تعمل كقناة لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، كما تساهم في زيادة حجم التداول وتوفير مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار التي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يبحثون عن خيارات استثمارية تتوافق مع قيمهم الدينية³.

ثالثاً- تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا

يعتبر إصدار الصكوك العنصر الأسرع نمواً في الأنشطة التي تشكل التمويل الإسلامي بشكل عام وبكل المقاييس، على مدى السنوات الماضية وتحديداً بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م، واعتباراً من عام 2011م، شهدت الصناعة إصدارات قياسية للصكوك، ونخص بالذكر الإصدارات السيادية وشبه السيادية في جميع أنحاء العالم، وكانت الحصة الأكبر لدول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا، هذه الأخيرة واصلت الحفاظ على حصتها الرائدة في سوق الصكوك المحلية من حيث الحجم والقيمة، وهذا ما توضحه نسبة إصدارها للصكوك بنسبة 78%، على الرغم من هذا، فإن حصتها قد انخفضت قليلاً من 79,80% خلال الفترة من 2001م إلى جانفي 2013م، وذلك في ظل زيادة نشاط دول مثل إندونيسيا وباكستان، وقطر والبحرين، والسعودية والإمارات وتركيا، وغيرها من الدول برامج إصدار الصكوك المحلية¹.

يبين الرسم البياني التالي تطور إصدار الصكوك في ماليزيا اعتباراً من عام 2014م وصولاً إلى نهاية عام 2023م.

¹ عبد الكريم قندوز، مؤسسات التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص15.

² عطا الله حدة، عبد الرحمان العايب، التأمين التكافلي في ماليزيا ضرورة حتمية أم رؤية مستقبلية، مجلة وحدة البحث في تنمية الموارد البشرية، المجلد السابعة عشر، العدد الثاني، جامعة محمد لمين دباغين سطيف2، الجزائر، جوان 2022م، ص158.

³ سليم جابو، نوال بن عمارة، الطاهر بن عمارة، صناديق الاستثمار الماليزية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية؛ دراسة حالة السوق الماليزية خلال الفترة 2008-2018، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد العاشر، العدد الثاني، جامعة الوادي، الجزائر، 2019م، ص312.

¹ International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 04th Edition, op cit, p18.

إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)

(الوحدة: مليون \$)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- التقارير السنوية للصكوك للسوق المالية الإسلامية IIFM (2024-2014).

- التقارير السنوية للصكوك لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا ICM (2023-2014).

- Islamic Development Bank, SC Partners IsDB to Advance Islamic Capital Market, Social Finance, Op cit.

شهد عام 2014م، إصدارات مذهلة للصكوك، حيث ارتفعت القيمة الإجمالية للصكوك القائمة بنسبة 7,9%، وتمثل 59% من الصكوك العالمية القائمة، و96% من الإصدارات، وظلت ماليزيا الرائدة عالمياً في سوق الصكوك في العام الموالي، رغم الانخفاض الطفيف للإصدارات بنسبة 5%، حيث تواصلت الهيمنة على الصكوك القائمة بنسبة 58%، وأكبر مصدر بنسبة 72%.

في عام 2016م بقيت الإصدارات ثابتة على العموم (انخفاض طفيف 1%)، وبنفس العزيمة حافظت ماليزيا على صفة اللاعب المهيمن على سوق الصكوك بنسبة 35%، بالرغم من الانخفاض في النسبة بحوالي 10% من الإصدارات القائمة.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

وبلغت إصدارات الصكوك الماليزية خلال عام 2017م، ما قيمته 42,1 مليار \$، أي بزيادة قدرها حوالي 41%، مقارنة بإصدارات عام 2016م، والجدير بالذكر أن ماليزيا سجلت حضوراً هائلاً في السوق الدولية، حيث سيطرت على حوالي 24% من جميع الإصدارات الدولية منذ إنشائها، وعلاوة على ذلك، استحوذت على 73% من إجمالي سوق الصكوك المحلية.

بلغت إصدارات الصكوك في ماليزيا 123,2 مليار \$ خلال عام 2018م، وهو ما يمثل زيادة محترمة، تبلغ حوالي 15%، ومن التطورات الإيجابية، إصدار الصكوك لدعم قطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة، والصكوك المتعلقة بالتكنولوجيا المالية أو البلوكشين¹، وهنا لابد من بيان أن الجزء الأكبر من هذه الزيادة يأتي من مساهمة إصدارات الصكوك المحلية.

في عام 2019م، حافظت الصكوك على نمط نموها الإيجابي في ماليزيا، وبقيت مسيطرة من حيث الحجم والقيمة، بنسبة 37% من إجمالي الإصدارات، وبزيادة على أساس سنوي قدرت بـ 11%، وكانت العوامل التي مكنت سوق الصكوك من أن تشهد هذا المسار الإيجابي هو النظرة الإيجابية للاقتصاد الماليزي، ونسبياً استقرار أسعار السلع الأساسية، بما في ذلك النفط، واستمرار الزيادة في إصدارات الصكوك السيادية (صندوق خزانة ناشيونال)، وتحسن إصدارات صكوك الشركات، التي مثلت 83,07% من إجمالي إصدارات الصكوك.

في عام 2020م، استحوذت ماليزيا على حصة سوقية تبلغ 45,1% من الصكوك العالمية القائمة، وساهمت بحصة سوقية بلغت 45,4% من إجمالي إصدارات الشركات العالمية، وانخفضت نسبة الإصدارات إلى 31% من الإصدارات العالمية، ويرجع هذا الانخفاض إلى إ تداعيات الوضع الوبائي كوفيد-19، ناهيك عن أزمة السيولة العالمية التي تزامنت مع انتهاء أجل المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال "Masterplan2"، والذي على إثر انتهائه تم رفع الإعفاءات الضريبية عن عملية التصكيك¹.

في عام 2021م، بلغت قيمة الصكوك الإسلامية القائمة 262,92 مليار \$، بزيادة نسبية تقدر بـ 8,5% مقارنة بعام 2020م (242,33 مليار \$)، حيث مثل ما نسبته 63,43% (2020م: 63,26%) من إجمالي السندات والصكوك القائمة، وزادت الإصدارات بنسبة 13,6% على أساس سنوي، ما يعادل 32,45% من

¹ Khalid Hamad, IIFM Annual Sukuk Report 2019, Kuala Lumpur, Malaysia, July 2019, p10.

¹ محمد لخضر بوساحة، زينب فيلاي، محمد عبد الوهاب شاني، واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا وآفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد السابع، العدد الأول، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، 2023م، ص54.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك، مشكلة ارتفاعاً خفيفاً (+1,45%) مقارنة بالعام السابق، ما نسبته 62,91% (2020م: 61,07%) من إجمالي إصدارات السندات والصكوك في ماليزيا.

في عام 2022م، ورغم تراجع إجمالي الإصدارات العالمية، والسبب الرئيسي هو انخفاض الإصدارات المقومة بالعملة المحلية بدفع من السعودية وإندونيسيا، الذي نتج عن شح السيولة في النظام المصرفي في السعودية، وانخفاض العجز المالي في إندونيسيا، فضلاً عن تداعيات الوباء، ومع ذلك بقيت ماليزيا لاعباً مهيماً، حيث ارتفع حجم الإصدارات بنسبة 10,18% على أساس سنوي، مشكّلة نسبة 36,81% من إجمالي الإصدارات العالمية. في إطار الخطة الرئيسية "3" لسوق رأس المال الماليزية (2021-2025)، شهد عام 2023م نمواً في الصكوك بنسبة 13,35%¹، وبلغ المبلغ المستحق من الصكوك السيادية 556,30 مليار MYR (127,21 مليار \$)، في والصكوك شبه السيادية 318,16 مليار MYR (72,76 مليار \$)، في حين صكوك الشركات 396,77 مليار MYR (90,73 مليار \$)²

إجمالاً، واصلت ماليزيا، وعلى أساس تراكمي للفترة من 2014م إلى 2023م، الحفاظ على مركزها الريادي في إجمالي إصدارات الصكوك المحلية والدولية، من حيث الحجم والقيمة، لا سيما في الصكوك المستحقة، وتنوع هياكل الصكوك، مع الإشارة إلى تصدر هيكل صكوك الوكالة، يليه هيكل صكوك الإجارة، باعتبارهما الأكثر استخداماً من قبل المصدرين، والجدير بالذكر أنها حصلت على أعلى التصنيفات في المؤشرات العالمية، ويعود كل ذلك إلى قوة وعمق سوق رأس المال، والتاريخ الحافل والتجربة القوية في إصدار الصكوك، الأمر الذي أصبح تقليداً في ماليزيا.

¹ البنك. International Islamic Financial Market (IIFM), SUKUK REPORT, 13th Edition, Op cit, p81. الإسلامي للتنمية، هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتعاون مع مجموعة البنك الإسلامي للتنمية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي والتمويل الاجتماعي، 29 #، تاريخ الاسترداد: 9 أوت 2024 <https://www.isdb.org/ar/news/hyyt-alawraq-almalyt-almalyzyt-sc-ttawn-m-mjmwat-albnk-alaslamy-lltnmyt-lttwyr-swq-ras-almal-alaslamy-waltnmyt-alajtmay>، متاح على الرابط: 2024م.

² Malaysia Bond and Sukuk: Quarterly Report 4Q2023, Available at the link: <https://bixmalaysia.com/getmedia/ee3a842e-3498-4764-9bb3-01dd19aef9f2/BIX-Malaysia-Quarterly-Report-4Q-2023.pdf>, Date of access: November 04, 2024.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

المطلب الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي الماليزي باستخدام الصكوك الإسلامية

خلال العقد الماضي، أصبح تطور احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا يشكّل مؤشراً هاماً لديناميكية الاقتصاد الماليزي، وتأثره بالعوامل السياسية والاقتصادية الداخلية والخارجية، مثل التقلبات في أسعار النفط والأزمات المالية، وفي المقابل، برزت الصكوك الإسلامية كأداة مالية مبتكرة ساهمت في تعزيز استقرار الاقتصاد الماليزي، وزيادة مرونته، محاولين في هذا المطلب البحث عن كيفية مساهمة الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي الماليزي، مع التركيز على مشروعات مميزة مثل صكوك الاستصناع الماليزية لتمويل مشروع سراك، وصكوك مشروع مترو الأنفاق.

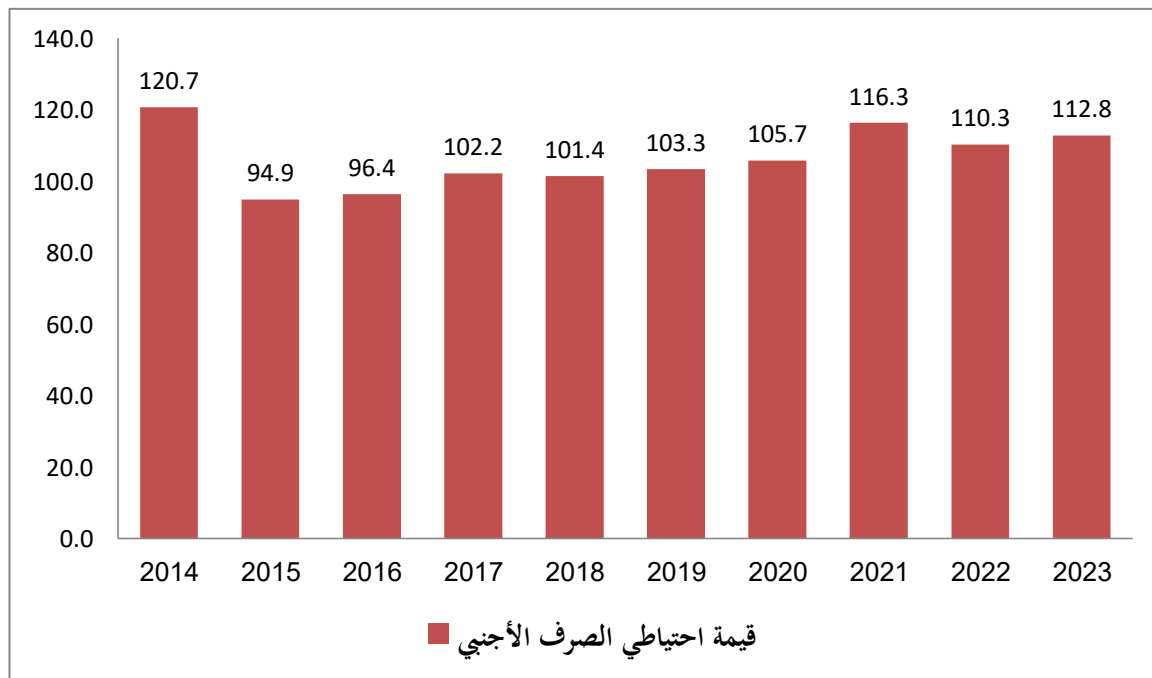
أولاً- تطور احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا

يشكل احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا مؤشراً حيوياً لصحة اقتصادها، غير أنه يتعرض خلال العقد الأخير لتذبذبات ناجمة عن عدة عوامل داخلية وخارجية، نتعرف على أهمها من خلال تحليل الرسم البياني التالي، الذي يعرض تطور احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا.

رسم بياني رقم: 4-5

احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا (جانفي 2014م - ديسمبر 2023م)

(الوحدة: مليار \$)



الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- تقارير البنك المركزي المالي، متاح على الرابط:

↗ = <https://www.bnm.gov.my/search#gsc.tab=0&gsc.q=International%20Reserves&gsc.sort>

تاریخ الاسترداد: 10 أوت 2024م.

- موقع "Investing"، ماليزيا-احتياطي النقد الأجنبي (\$)، 7 أوت 2024م، متاح على الرابط:

¹⁰ <https://sa.investing.com/economic-calendar/malaysian-fx-reserves-usd-1107>، تاريخ الاسترداد:

أوت 2024م.

انطلاقاً من الرسم البياني السابق، نلاحظ أن احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا شهد تذبذبات خلال المدة من 2014م إلى 2023م؛ حيث بلغ ذروته عام 2014م عند 120,7 مليار \$، كافٍ لتمويل واردات 9,7 شهر، ويزيد بمقدار 3,9 مرة على الدين الخارجي قصير الأجل¹، ثم انخفض بشكل كبير في السنة الموالية ليصل إلى 94,9 مليار \$، وهذا في ظل الأزمة السياسية، التي تصاعدت منذ 2014م، وعكست دلالات سلبية على مناخ الاستثمار والاستقرار، الذي كانت تتميز به البلاد سابقاً، وتأثر الاحتياطي بترجع أسعار النفط العالمية، والتي وضعت ضغوطاً على الدولة، التي كانت ترغب في تقليل عجزها المالي إلى 3% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015م من 3,5%¹.

شهد الاحتياطي استقرارًا نسبيًا عام 2016م، حيث ارتفع ارتفاعا متواضعا عند قيمة 96,4 مليار \$، كافٍ لتمويل 8 أشهر من الاستيرادات المؤجلة، وتسديد 1,2 مرة من الديون الخارجية القصيرة الأجل².

¹ مركز الاتحاد، 136 مليار دولار احتياطي، ماليزيا من النقد الأجنبي، 07 أكتوبر 2013م، متاح علمي الرابط:

، تاريخ الاسترداد: 11 أوت 2024م.

¹ موقع أرقام، تراجع احتياطي النقد الأجنبي في ماليزيا لأدنى مستوياته منذ عام 2011، 08 جانفي 2024م، متاح على الرابط: <https://www.argaam.com/ar/article/articleDetail/id/1078337>، تاريخ الاسترداد: 11 أوت 2024م.

² وكالة الأنباء القطرية، الاحتياطي الدولي المالي يبلّغ 382,6 مليار رنجيت، 08 جوان 2016م، متاح على الموقع:

<https://www.qna.org.qa>، تاريخ الاسترداد: 11 أوت 2024م.

الصرف الأجنبي في الجزائر

عاد الاحتياطي للهبوط سنة 2018م ليصل إلى 101,4 مليار \$، يكفي لتمويل 7,3 أشهر من الاستيرادات المؤجلة، وتسديد 1,0 مرة من الديون الخارجية قصيرة الأجل¹، وخلال هذه الفترة شهدت العملة الماليزية تراجعاً ملحوظاً، تحديداً وصل سعر الدولار ما يقابله MYR 4,21، هذا التذبذب في قيمة العملة أدى إلى زيادة الضغوط على الاحتياطي، تبعاً لذلك أصبح من الصعب على السلطات الدفاع عن العملة في ظل استنزاف الاحتياطي، فيما بعد شهد ارتفاعات متتالية إلى غاية عام 2021م، حين سجل قيمة 116,3 مليار \$، وتزامن ذلك مع رفض السلطات استخدام الاحتياطي في مجابهة وباء كورونا².

مع ذلك عاد للانخفاض مرة أخرى سنة 2022م، ليصل إلى 110,3 مليار \$، بسبب تداعيات الأزمة السياسية (توقف العملية الديمقراطية)، وإخفاق الحكومة في التعامل مع انتشار وباء كورونا، بالإضافة إلى التحولات الاقتصادية التي شهدتها البلاد منذ سنة 2020م¹، ثم ارتفع قليلا ديسمبر الماضي ليصل إلى 112,8 مليار \$.

وإجمالاً، فإن الاحتياطيات كافية لتمويل أكثر من 5 أشهر من واردات السلع والخدمات، وتوافق 1,1 ضعف الديون الخارجية قصيرة الأجل²، وكانت المكونات الرئيسية للاحتياطيات هي احتياطيات النقد الأجنبي بأكثر من 90%، وباقي النسبة موزعة بالترتيب على احتياطيات صندوق النقد الدولي، حقوق السحب الخاصة، الذهب والاحتياطيات الأخرى³.

¹ الرؤية الاقتصادية، 102 مليار دولار احتياطي ماليزيا، 24 جانفي 2019م، متاح على الرابط:

11 أوت 2024م.
-https://www.raya.com/2019/01/24/102-%D9%85%D9%84%D9%8A%D8%A7%D8%B1، تاريخ الاسترداد:

² سامر علاوي، 58 مليار دولار.. أكبر حزمة إنقاذ في تاريخ ماليزيا لمواجهة آثار كورونا، 29 مارس 2020م، متاح على الموقع: <https://www.aljazeera.net/ebusiness>، تاريخ الاسترداد: 11 أوت 2024م.

¹ المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة، تأثير تدخال أزمى كورونا وصراع السلطة في ماليزيا، 07 سبتمبر 2021م، متاح على الرابط:

تاریخ: <https://futureuae.com/ar-AE/Mainpage/Item/6604/%D8%AA%D8%A3%D8%B2%D9%85->

الاسترداد: 11 أوت 2024م، عبد الحافظ الصاوي، مرجع سابق.

² موقع الأهرام، تراجع الاحتياطي الأجنبي المالي إلى 107 مليارات دولار خلال يوليو، 22 جويلية 2022م، متاح على الرابط: <https://gate.ahram.org.eg/News/3612342.aspx>، تاريخ الاسترداد: 11 أوت 2024م.

³ Central Bank of Malaysia, BNM's International Reserves Rise to US\$114,7, August 07, 2024, Available at the link: <https://www.bernama.com/en/business/news.php?id=2326478>, Date of access: August 11, 2024.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

ثانيا- تحليل التطور بين احتياطي الصرف الأجنبي وسوق الصكوك الإسلامية

انطلاقاً من المعطيات والتحليلات السابقة؛ التي تشير إلى أن الصكوك جزء أساسي من النظام المالي، وأن الاستخدام الاستراتيجي للصكوك، يمكن أن يكون وسيلة فعالة في إدارة وتسيير احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا، ومنه أحد الجوانب الهامة التي تساهم بشكل إيجابي في تعزيز الاستقرار الاقتصادي الكلي.

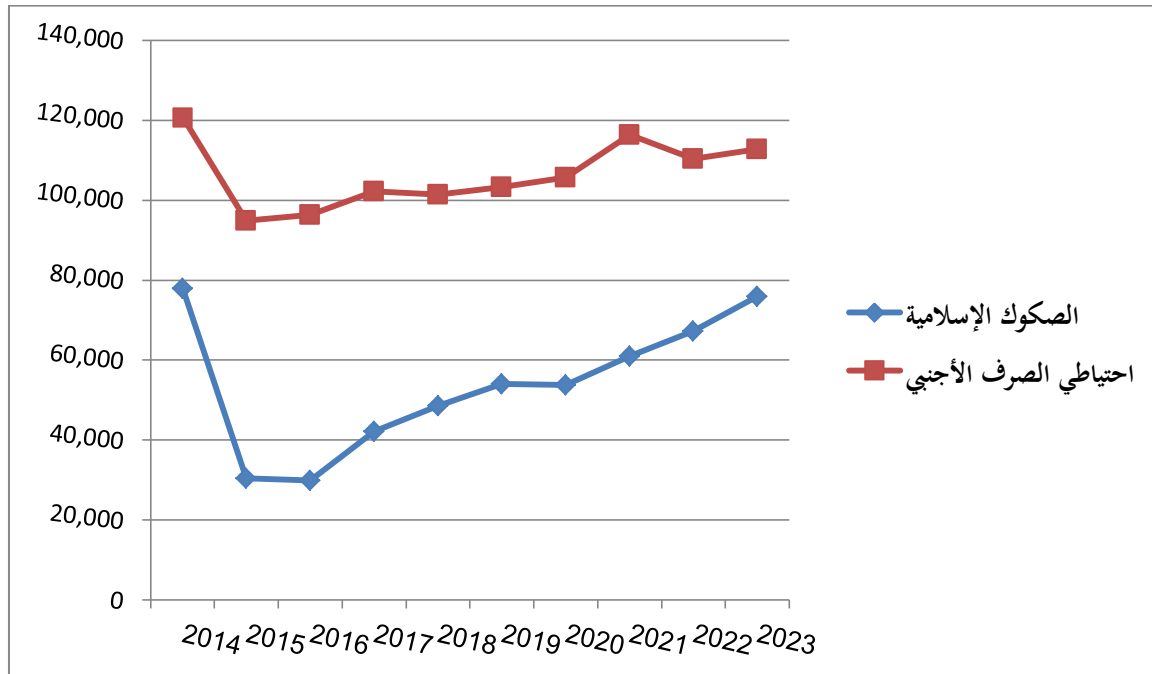
نحاول في هذا المطلب تبيان الكيفية التي تساهم فيها محفظة الصكوك الإسلامية للتخفيف من استنزاف

احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا، وهذا ما نلخصه في الرسم البياني التالي:

رسم بياني رقم: 4-6

احتياطي الصرف الأجنبي في ظل تطور الصكوك الإسلامية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)

الوحدة: مليون \$



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الرسمين البيانيين رقم: 4-4، ورقم 4-5.

يمكن تمييز 3 حالات للعلاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية وتطور احتياطي الصرف الأجنبي في الرسم

البياني أعلاه:

الحالة الأولى (الارتباط الإيجابي): يمكن ملاحظة وجود ارتباط إيجابي بين قيم الصكوك واحتياطي الصرف الأجنبي

في الفترات التالية:

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- 2016م-2017م: ارتفاع قيمة الصكوك من 29900 مليون\$ إلى 42170 مليون\$، بنسبة 40%، وبالمثل ارتفع الاحتياطي من 96400 مليون\$، إلى 102200 مليون\$، بنسبة زيادة 6%، مع ملاحظة أن الصكوك تشكل ما نسبته 31% و 41% من الاحتياطي، عامي 2016م و 2017م بالترتيب، حيث شهدت هذه المدة بداية تعافي أسعار النفط العالمية، بعد أن سجلت أزمة في السنوات التي قبلها، وصاحب ذلك تحسن في النمو الاقتصادي الماليزي، بعد تعافي سوق الصكوك وزيادة ثقة المستثمرين.

- 2018م-2019م: ارتفاع قيمة الصكوك من 48636 مليون\$ إلى 54097 مليون\$، بنسبة 11%، وبالمثل ارتفع الاحتياطي من 101400 مليون\$، إلى 103300 مليون\$، بنسبة زيادة 2%، مع ملاحظة أن الصكوك تشكل ما نسبته 48% و 52% من الاحتياطي، عامي 2018م و 2019م بالترتيب، ويرجع استمرار الاتجاه التصاعدي يؤكد على جاذبية وقوة سوق الصكوك، الأمر الذي يشير إلى نجاح السياسات الحكومية في تعزيز سوق الصكوك الماليزية.

- 2020م-2021م: ارتفاع قيمة الصكوك من 53747 مليون\$ إلى 61045 مليون\$، بنسبة 13%، وبالمثل ارتفع الاحتياطي من 105700 مليون\$، إلى 116300 مليون\$، بنسبة زيادة 10%، مع ملاحظة أن الصكوك تشكل ما نسبته 50% و 52% من الاحتياطي عامي 2020-2021م بالترتيب، والملاحظ أن النمو السريع للصكوك بعد عام 2015م، يشير إلى استراتيجية ماليزية لتعزيز التمويل الإسلامي كمصدر بديل لجذب الاستثمارات، وعلاوة على ذلك، زيادة الإقبال على الصكوك كأداة تمويل آمنة نسبياً، ويعكس ذلك قدرة سوق الصكوك التكيف مع الظروف الاقتصادية الجديدة، وبدء التعافي من تأثيرات الجائحة، كتصرف سريع من السلطات الماليزية، نتج عنه تحسن الأوضاع الاقتصادية وزيادة الاستثمارات وارتفاع الاحتياطي.

الحالة الثانية (الاستقرار):

- 2015م-2016م: استقرار نسبي في قيمة الصكوك من 30 000 مليون\$ إلى 29 900 مليون\$، وبالمثل استقرار نسبي (ارتفاع طفيف) في الاحتياطي من 94 900 مليون\$، إلى 96 000 مليون\$، مع تسجيل أن الصكوك تشكل ما نسبته 32% و 31% من الاحتياطي، عامي 2015م و 2016م بالترتيب؛ والجدير بالذكر، أنه كانت هناك محاولات من الحكومة تعزيز السوق، غير أن الظروف الاقتصادية العالمية المعقدة أثرت سلباً.

- 2017م-2018م: شهدت هذه المدة انتعاشاً في قيمة الصكوك من 42 170 مليون\$ إلى 48 136 مليون\$، ومن ناحية أخرى، تم تسجيل استقرار نسبي في الاحتياطي من 102 000 مليون\$، إلى 101 400 مليون\$، مع

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

تسجيل أن الصكوك تشكل ما نسبته 41% و 48% من الاحتياطي، عامي 2015م و 2016م بالترتيب؛ وفي واقع الأمر، قامت الحكومة بإجراءات لتحفيز الاستثمار، مما أدى إلى زيادة قيمة الصكوك، بعد زيادة الطلب على الصكوك الماليزية من قبل المستثمرين الدوليين، وافق هذا الصعود استقراراً في الاحتياطي، رغم التقلبات في الأسواق العالمية، ويعود هذا الاستقرار لتحسن التدفقات المالية، التي حالت دون انخفاض قيمته.

- 2019م-2020م: الاستقرار الملاحظ في إصدارات الصكوك (انخفاض طفيف)، من 54 097 مليون\$ إلى 53 747 مليون\$، يشير إلى مرونة سوق الصكوك الماليزية -الطلب المستمر على التمويل الإسلامي- في مواجهة الأزمة العالمية وتأثير الوباء، ومن ناحية أخرى، بدأ الاحتياطي في التعافي، من 103 300 مليون\$ إلى 105 700 مليون\$، نتيجة للزيادة في التدفقات النقدية، بالرغم من أنها كانت متواضعة، مما عكس استقرار نسبي للاقتصاد الماليزي، مع تسجيل أن الصكوك تشكل ما نسبته 52% و 50% من الاحتياطي، عامي 2019م و 2020م بالترتيب.

الحالة الثالثة (الانخفاض المتزامن):

- 2014م-2015م: انخفاض قيمة الصكوك من 77 900 مليون\$ إلى 30 400 مليون\$، بنسبة (-60) %، وبنفس الاتجاه التنازلي، انخفض الاحتياطي من 120 700 مليون\$، إلى 94 900 مليون\$، بنسبة (-22) %، مع ملاحظة أن الصكوك تشكل ما نسبته 32% سنة 2014م؛ وكان هذا العام هو الأسوأ بالنسبة للصكوك، حيث شهدت السوق انخفاضاً حاداً، بسبب تهاوي أسعار النفط والأزمات الاقتصادية العالمية، والاحتياطي انخفض بالموازاة مع ذلك، بسبب تواضع التدفقات النقدية المسجلة، بالإضافة إلى تباطؤ النمو الاقتصادي الصيني، علماً أن الصين شريك تجاري استراتيجي لماليزيا، وعلاوة على ذلك، انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي، وهذا الانخفاض الحاد، يعكس تأثير الصدمات الخارجية على الاقتصاد الماليزي وسوق الصكوك.

وما وجب الإشارة إليه، هو الارتباط السلبي الملاحظ في 2021م-2022م، الذي خرجت أرقامه ونسبه عن التحليل السابق، بتسجيل انخفاض طفيف في الاحتياطي، قد يعكسه تأثير الوباء، وتدابير السياسة النقدية المتخذة، رغم انتعاش قيمة الصكوك.

البيانات بصفة عامة تظهر علاقة إيجابية قوية بين الصكوك الإسلامية واحتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا، مع اتجاه متزايد لاستخدام الصكوك كأداة مالية هامة، هذا يدعم فرضية أن الصكوك الإسلامية تلعب دوراً مهماً في إدارة وتعزيز احتياطي الصرف الأجنبي في ماليزيا، ويمكن القول إن العلاقة الإيجابية بين المؤشرين في

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

ماليزيا، تعكس تأثيرات متعددة؛ تشمل الثقة في النظام المالي الإسلامي، دعم الحكومة، تنوع مصادر التمويل، تدفقات الاستثمارات الأجنبية، واستقرار الاقتصاد الكلي، هذه العوامل مجتمعة تساهم في تعزيز مكانة ماليزيا كمركز مالي إسلامي رائد، مما يعكس أهمية الصكوك كأداة مالية فعالة في الحفاظ على احتياطي الصرف الأجنبي، ودعم الاقتصاد الوطني.

ثالثاً- مظاهر استخدام الصكوك الإسلامية في ماليزيا

1- صكوك الاستصناع الماليزية لتمويل مشروع سراواك (Sarawak) الصحي: في عام 2004م، لجأت ولاية "سراواك الماليزية" إلى السوق المالية الإسلامية، لتمويل مشروعها الطموح، "مركز سراواك الدولي"، وقد تم إصدار صكوك استصناع بقيمة 425 مليون MYR، بفترة استحقاق تتراوح بين ثلاث وعشر سنوات، وعائد تنافسي بلغ 4,5% سنوياً، هذه الصكوك، التي تعد أداة تمويل مبتكرة، ساهمت في توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء هذا الصرح الصحي الهام، والذي يهدف إلى تقديم خدمات رعاية صحية متطورة لسكان الولاية، وتم إصدار هذه الصكوك وفق الخطوات التالية:

أ- لتحقيق أهداف مشروع مركز سراواك الصحي، تم إبرام عقد استصناع ملزم قانوناً بين الجهة الممولة والمقاول المنفذ، يحدد هذا العقد الشروط التفصيلية لبناء وتجهيز المركز، بما في ذلك المواصفات الفنية والجداول الزمنية.

ب- قامت الشركة المصدرة (SPV) المشكلة ببيع حقوق ملكية مشروع "مركز سراواك الصحي" بصورة مستقبلية إلى حملة الصكوك، وذلك بسعر يعادل تكلفة الإنتاج الحالي.

ت- قامت الجهة الممولة (المستثمرون) بتقديم تمويل مقدم للمشروع، حيث تم تحويل الأموال مباشرة إلى المقاول الذي يتولى تنفيذ العمل نيابة عن الشركة المصدرة، وغالباً ما يكون المقاول مرتبطاً بالشركة المصدرة، مما يسهل عملية التنسيق والإشراف، وبذلك، يتم ضمان توفر السيولة اللازمة لتنفيذ المشروع في الوقت المحدد.

ث- تم تمويل المشروع من خلال آلية تقوم على إعادة شراء المصنوع من قبل الجهة الممولة بسعر متزايد على مراحل، وتم تحديد الزيادة في السعر بناءً على تقارير خبراء في المجال، مما يضمن حصول المستثمر على عائد عادل يتناسب مع مساهمته في تمويل المشروع، وبهذه الطريقة، يتم توزيع الأرباح الناتجة عن المشروع بين الجهة الممولة والجهة المصدرة بشكل عادل.

ج- في ختام المشروع، قامت الجهة المصدرة بإعادة شراء الأصول من الجهة الممولة بسعر أعلى من سعر البيع الأصلي، وفي مقابل ذلك، أصدرت الجهة المصدرة صكوك بيع، تؤكد حق الجهة الممولة في استرداد قيمة استثمارها

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

مع العائد المتفق عليه، وبهذه الطريقة، تم تحويل علاقة التمويل إلى علاقة دائن/مدين، حيث أصبحت الجهة المصدرة مدينة للجهة الممولة بقيمة الصكوك الصادرة.

ومن المزايا الرئيسية لتمويل مشروع سراوك بالصكوك الإسلامية (صكوك الاستصناع)، هو توفير التمويل اللازم لهذا المشروع الحيوي، مما ساهم في تطوير البنية التحتية الصحية، ومنه تحسين الخدمات الصحية لسكان الولاية، وكذلك تنويع مصادر التمويل المتاحة للحكومة، وقّلت الاعتماد على القروض التقليدية، بالإضافة إلى جذب الاستثمارات الأجنبية إلى البلاد، وبالتالي تدفق المزيد من العملة الأجنبية، فضلاً عن تحسين ميزان المدفوعات من خلال زيادة الصادرات الصحية (الخدمات الصحية)، والاستفادة من العملة الأجنبية لطالبي الخدمات الصحية الأجانب، كل هذا يعزز محفظة احتياطي الصرف الأجنبي.

وخلاصة ما سبق؛ إن تمويل مشروع سراوك بصكوك الاستصناع ساهم في تعزيز إدارة احتياطي الصرف الأجنبي المالي، من خلال جذب الاستثمارات الأجنبية (جذب مستثمرين جدد من مختلف أنحاء العالم)، عن طريق تنويع مصادر التمويل المتاحة للحكومة المالية، مما قلّل الاعتماد على القروض التقليدية، بالإضافة إلى زيادة الصادرات الخدمية - بعد افتتاح المركز - وزيادة تدفقات الدخل، مما ساهم في تحسين ميزان المدفوعات، وبالتالي تعزيز الثقة في الاقتصاد المالي.

2- صكوك شركة "Dana Infra Nasional Berhad Sukuk" لتمويل مشروع مترو الأنفاق في وادي

كلانج (Klang Valley Kuala Lumpur):

أ- لمحة عن شركة "Dana Infra": تم إنشاء الشركة وفقاً لقرار المجلس الاقتصادي الصادر في 14 جوان 2010م، بعد دراسة متعمقة للحاجة إلى وجود هيئة تمويل البنية الأساسية "IFE"، لتقديم المشورة والتعهد بتمويل مشروع النقل الجماعي السريع المقترح (مشروع الأنفاق MRT)، الأهداف الرئيسية لهيئة تمويل البنية الأساسية هي¹:

- فصل نشاط جمع الأموال عن بناء البنية الأساسية.
- تطوير نماذج التمويل الأكثر تنافسية من حيث التكلفة والكفاءة والاستدامة.
- الحفاظ على الموقف المالي للحكومة، من خلال التمويل الأكثر تنافسية، وصرف الأموال في الوقت المناسب.

¹ DanaInfra Nasional Berhad, Available at the website: www.danainfra.com.my, Date of access: October 14, 2024.

وتم تأسيس الشركة في 3 مارس 2011م بهدف رئيسي يتمثل في التعهد بتمويل مشاريع البنية الأساسية التي خصصتها الحكومة، ويبلغ رأس مال الشركة المصرح به 100 مليون MYR، ويتألف من 100 مليون سهم بقيمة MYR 1,00 لكل سهم، منها 10 ملايين MYR، تم إصدارها وسدادها بالكامل، ويمتلك وزير المالية، المساهم بالكامل، رأس مال الشركة المصدر والمدفوع بالكامل، باستثناء سهم عادي واحد (1) يملكه مفوض الأراضي الفيدرالي¹.

ب- مشروع مترو الأنفاق في وادي كلانج (Klang Valley Kuala Lumpur): هذا المشروع هو نظام مقترح للنقل الجماعي السريع، بثلاثة خطوط في وادي كلانج (كوالالمبور)، وقد تم تحديده باعتباره أحدث إضافة إلى نظام السكك الحديدية الحضرية في وادي كلانج، وبموجب الخطة الرئيسية للنقل العام البري في كوالالمبور الكبرى/وادي كلانج، يعد نظام مترو الأنفاق أحد أنظمة السكك الحديدية الرئيسية التي ستصبح العمود الفقري لنظام النقل العام الإقليمي، والخط الأول لهذا المشروع هو خط "سونجاي بولوه - كاجانج" (SBK Line)، والذي يمتد لمسافة 51 كيلومتراً، ويضم 31 محطة، وتم إضافة خط مترو الأنفاق الثاني، بالإضافة إلى تحديد محاذاة وتنفيذ خط مترو الأنفاق الثالث وفقاً للخطة الرئيسية للنقل العام البري في كوالالمبور الكبرى/وادي كلانج (LPTMP)، تعمل خطوط مترو الأنفاق الثلاثة المذكورة أعلاه بموجب خطة تطوير السكك الحديدية الحضرية (URDP)، على توسيع التغطية للنظام القائم على السكك الحديدية من خلال "KTM Komuters"، "Light Rail Transit"، "Monorail" و "Express Rail Link".

عانت منطقة "كلانج فالي" من نقص في تغطية وسائل النقل العام القائمة على السكك الحديدية، مقارنة بمعظم المدن الموجهة نحو النقل العام، كان لديها آنذاك أقل من 20 كيلومتراً من السكك الحديدية لكل مليون نسمة، المدن الموجهة نحو النقل العام مثل: سنغافورة وهونج كونج ولندن، كان لديها أكثر من 40 كيلومتراً من السكك الحديدية لكل مليون نسمة، مع مترو الأنفاق، فإنه عزز تغطية وسائل النقل العام القائمة على السكك الحديدية في المنطقة بشكل كبير، وبالتالي يخفف من الازدحام المروري، من خلال زيادة عدد الأشخاص الذين يستخدمون وسائل النقل العام، مكن مترو الأنفاق من الاتصال بشكل أسهل بين المناطق السكنية المأهولة بالسكان، ومراكز الأعمال والمراكز التجارية ومناطق العمل الرئيسية في المنطقة، بالإضافة إلى ذلك، عمل مترو

¹ Ahmed MEDANI, Hakim BERRADIA, Sukuk's Role in Infrastructure Financing Projects: Case of Malaysian DanaInfra Sukuk, Journal of the New Economy, Volume: 10, N°: 02, University of Khemis Miliana, Algeria, 2019, pp 384-385.

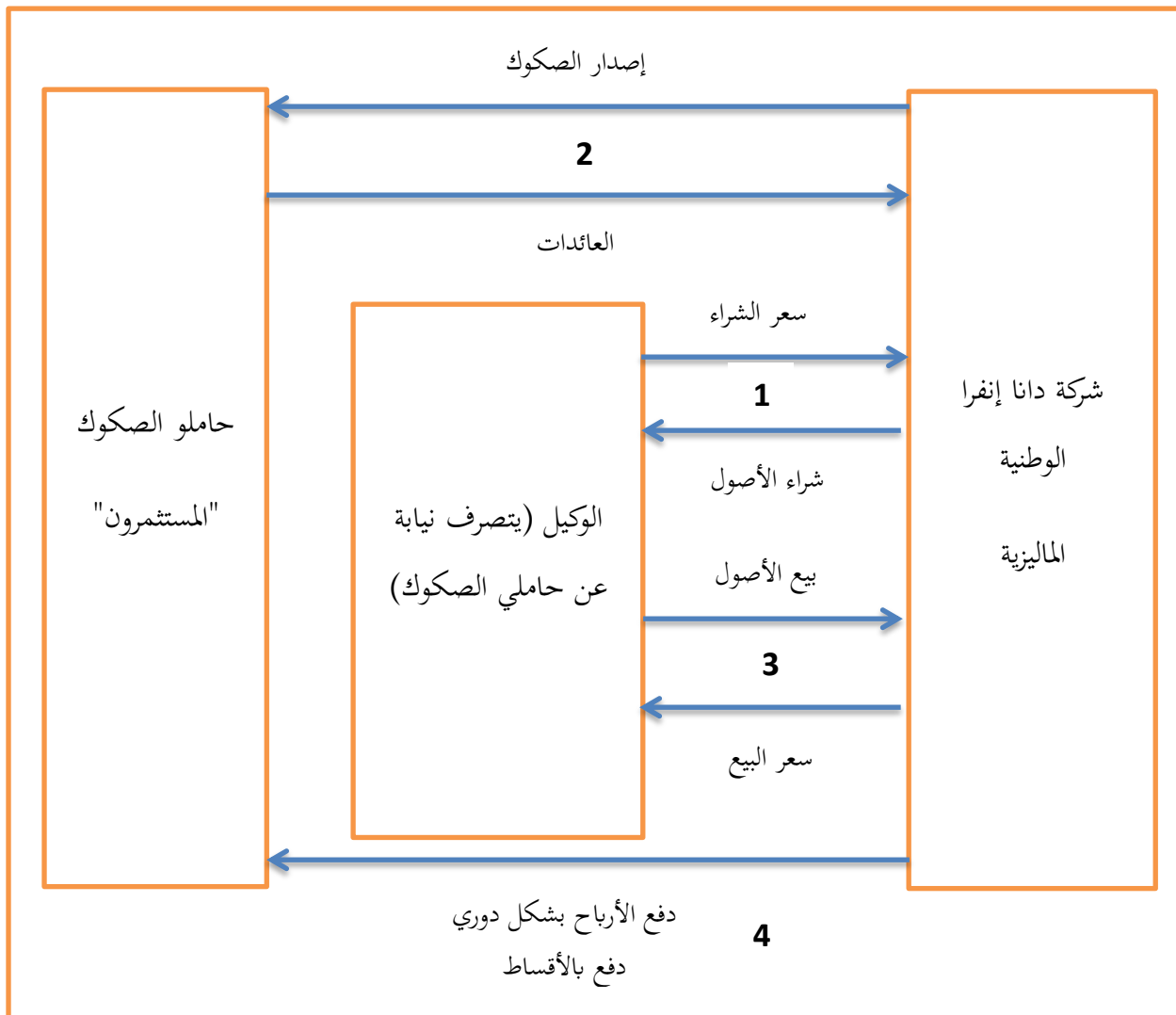
الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

الأنفاق على زيادة الأنشطة التجارية، مع تحسين الاتصال في المنطقة، تمكن المشروع من جذب المزيد من الركاب إلى مناطق الأعمال في وسط المدينة، حيث تم دمجها مع الأنشطة التجارية، كما تمتعت محطات المترو بروابط جيدة مع مراكز التسوق، وتتلخص الشروط والأحكام البارزة لإصدار صكوك التجزئة الأخير للشركة على النحو التالي:

رسم بياني رقم: 4-7

هيكل صكوك شركة "Dana Infra Nasional Berhad"



Source: - COMCEC, Infrastructure Financing through Islamic Finance in the Islamic Countries, Ankara, TURKEY, March 2019, p 106, adapted.

- Ahmed MEDANI, Hakim BERRADIA, Sukuk's Role in Infrastructure Financing Projects: Case of Malaysian DanaInfra Sukuk, Journal of the New

Economy, Volume: 10, N°: 02, University of Khemis Miliana, Algeria, 2019, p386.

ت- إصدار الصكوك لشركة "Dana Infra": طرحت الشركة ثلاث إصدارات صكوك لتمويل مشروعات النقل الجماعي السريع، وكان الإصدار الأول في 03 مارس 2011م، بينما كان الإصدار الأخير في 21 جويلية 2014م، وتلخص بيانات إصدار هذه الصكوك في الجدول التالي:

جدول رقم: 4-2

وصف إصدار صكوك تمويل مشروع مترو الأنفاق لشركة "Dana Infra"

المصدر	الوصف
المصدر	DanaInfra Nasional Berhad
الضامن	GoM
حجم الإصدار	تصل قيمتها الاسمية إلى 100 مليون MYR
استخدام العائدات	تمويل النفقات الرأسمالية ونفقات التشغيل المتعلقة بتطوير مشروع مترو الأنفاق.
القيمة الاسمية	100 MYR لكل صك (وحدة واحدة)
تاريخ الاستحقاق	بعد 7 سنوات من تاريخ الإصدار
دفع الأرباح	نصف سنوي
تاريخ سداد القسيمة الأولى / الربح	6 أشهر من تاريخ الإصدار
معدل الربح (القسيمة)	4,23% سنويا
الحد الأدنى للاستثمار	الحد الأدنى للاشتراك هو 10 وحدات أو MYR 1000

Source: Ahmed MEDANI, Hakim BERRADIA, Sukuk's Role in Infrastructure Financing Projects: Case of Malaysian DanaInfra Sukuk, Journal of the New Economy, Volume: 10, N°: 02, University of Khemis Miliana, Algeria, 2019, p387.

ومن المزايا الرئيسية لتمويل مشروع مترو الأنفاق لشركة "Dana Infra" هو تحسين كفاءة النقل، وساهم في خلق فرص عمل جديدة، بالإضافة إلى تنمية المناطق الحضرية، بظهور أنشطة تجارية جديدة، وزيادة قيمة العقارات، فضلا عن تنويع مصادر التمويل الإسلامي، وبالتالي تخفيف الضغط على الميزانية العامة، وكذلك توزيع مخاطر المشروع على قاعدة واسعة من المستثمرين، وعلاوة على ذلك، فإن تمويل المشروع بالصكوك الإسلامية،

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

أدى إلى جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية إلى ماليزيا، مما أدى إلى زيادة الطلب على عملتها المحلية وتعزيز استقرارها، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها مقابل باقي العملات، وبالتالي تعزيز احتياطي النقد الأجنبي.

كخلاصة، يمكن القول إن تمويل مشروع مترو الأنفاق في وادي كلانج بصكوك إسلامية، قد حقق فوائد اقتصادية ومالية كبيرة لماليزيا، من خلال جذب الاستثمارات الأجنبية، عن طريق تنويع مصادر التمويل، ومعدل الربح التنافسي، الذي أدى إلى استقطاب عدد هائل من المستثمرين المحليين والأجانب، مما زاد في الطلب على الرينجيت الماليزي، ما يعزز قيمتها مقارنة بالعملات المحلية، وحجم الإصدار وفر سيولة معتبرة دون الاستنزاف من الاحتياطي، بالإضافة إلى مساهمة المشروع في تطوير البنية التحتية للنقل العام في ماليزيا، فضلا عن زيادة الإنتاجية التي تجلّت في التخفيف من الازدحام المروري، وعلاوة على ذلك، ساهم المشروع في تنشيط الاقتصاد المحلي، من خلال خلق فرص عمل جديدة، وزيادة الإنفاق الاستهلاكي، وبصفة عامة دعم النمو الاقتصادي الذي يجذب المزيد من الاستثمارات، ويحسن الميزان التجاري، هذه العوامل مجتمعة تساهم في تعزيز إدارة وحماية احتياطي الصرف الأجنبي الماليزي على المدى الطويل.

المطلب الثالث: مقومات نجاح التجربة الماليزية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي الماليزي باستخدام الصكوك الإسلامية.

تترجع ماليزيا على عرش الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية، بنسبة 50% (أنظر الجدول رقم: 4-1) من القيمة الإجمالية للإصدارات، بهدف تمويل المشروعات الاقتصادية، ويمكن تلخيص أهم النقاط والبيئة التي ساهمت في الحفاظ على المركز الأول عالميا:

أولا- البيئة التشريعية والتنظيمية

وتتمثل في:

1- الإطار القانوني: وضعت ماليزيا إطارًا قانونيًا، ساهم بشكل كبير في نمو سوق الصكوك الإسلامية، وبدأت هذه الجهود بتشريع قوانين تنظيمية للمصارف الإسلامية والتأمين التكافلي، وقانون الأوراق المالية الذي شمل تنظيم سوق الصكوك، وصولاً إلى إصدار قانون الخدمات المالية الإسلامية، مع التركيز على الحوكمة الرشيدة والرقابة الشرعية والاحترافية، وهناك حزمة قوانين عملت على تنظيم معاملات الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، كما يوضحها الجدول التالي:

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

جدول رقم: 3-4

أهم القوانين الخاصة بالصكوك الإسلامية في ماليزيا

العام	القانون
1983	قانون صناعة الأوراق المالية
1991	قانون صناعة الأوراق المالية (الإيداع المركزي)
1993	قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية قانون العقود الآجلة
2003	قانون بورصة كوالالمبور للأوراق المالية
2007	قانون سوق رأس المال والخدمات
2013	قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA)
2014	القانون التوجيهي رقم (1) الخاص بتطبيق المبادئ التوجيهية المتعلقة بالصكوك، وأوراق الدين الخاصة غير المتداولة وغير قابلة للنقل.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Said Adekunle Mikail، المنظومة القانونية والرقابية وأثرها في تحقيق حماية حملة الصكوك: تجربة ماليزيا، المجلة الدولية للتراث في الثورة والتمويل الإسلامي، المجلد الثاني، العدد الثالث، معهد الجامعة الإسلامية العالمية للمصارف والتمويل الإسلامي، ماليزيا، 2021م، ص ص 102-104.

- حنان شرفي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية وآفاق إصدارها بالجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الإسلامية، تخصص معاملات مالية معاصرة، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2018-2019م، ص 137.

2- الرقابة الشرعية: قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بإنشاء لجنة استشارية شرعية، لتلبية الحاجة المتزايدة إلى التأكد من مطابقة جميع الصكوك في هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية، وتلعب هذه اللجنة دورًا حيويًا في إصدار الفتاوى الشرعية اللازمة، وتقديم الاستشارات الفقهية للمؤسسات المالية والمستثمرين، مما يعزز الثقة في سوق رأس المال الإسلامي ويجذب المزيد من الاستثمارات.

3- المعالجة الضريبية والتنظيمية: عملت ماليزيا على إصلاح إطارها الضريبي والتنظيمي، فقد قامت بتعديل التشريعات ذات الصلة لإزالة الحواجز القانونية التي تعيق المعاملات المالية الإسلامية، وضمنت الحياد الضريبي بين

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

هذه المعاملات ونظيرتها التقليدية، كما قدمت حوافز ضريبية متنوعة لجذب المستثمرين ومصدري الأوراق المالية¹، مثل الإعفاء من ضريبة الدخل على أرباح الصكوك الصادرة بعملة أجنبية، وتخفيف الأعباء الضريبية على الأفراد وصناديق الاستثمار، هذه الإجراءات ساهمت في تعزيز تنافسية الصكوك في السوق الماليزية، وجعلتها خيارًا جذابًا للمستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء.

ثانيا- البيئة المالية

والتي تتمثل في:

1- سوق رأس المال: بحلول عام 1994م، تم تحويل جميع المؤسسات المالية الماليزية إلى نظام إسلامي، في سبيل تعزيز السيولة وتوفير تمويل قصير الأجل للمؤسسات المالية الإسلامية، وقد أصدر البنك المركزي الماليزي مجموعة من المبادئ التوجيهية لتنظيم هذا السوق، وذلك بهدف ضمان توافق جميع المعاملات المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية والحفاظ على استقرار النظام المصرفي.

2- سوق الصكوك الإسلامية: يتميز السوق بمناخ ملائم للعرض والطلب على الإصدارات، واستحوذت ماليزيا على نسبة 50% من الإصدارات العالمية (متوسط 10 سنوات الأخيرة).

ثالثا- البيئة الاقتصادية

ساهمت سياسة ماليزيا في التدويل والتعايش الاقتصادي، في تهيئة بيئة محفزة لنمو صناعة الصكوك الإسلامية، فقد عملت هذه السياسة على جذب الاستثمارات الأجنبية، وتعزيز التعاون الدولي في المجال المالي، مما أدى إلى تنويع المنتجات المالية وتطوير سوق الصكوك الإسلامية، كما سهّلت هذه السياسة من تأسيس المصارف الإسلامية الأجنبية في ماليزيا، مما عزز من مكانتها كمركز إقليمي للصيرفة والتمويل الإسلامي¹.

رابعا- البيئة التشغيلية والفنية

يعتمد سوق الصكوك الماليزي بشكل كبير على تصنيفات الائتمان الدولية للشركات المصدرة، مما يساهم في تقليل المخاطر الائتمانية، ويؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل، كما أن استخدام المركبات ذات الأغراض

¹ محمد اسماعيل، التجربة الماليزية مهاتير محمد والصحة الاقتصادية، الطبعة الثانية، دار العربي، 2014م، ص 74-75.

¹ زاهر الدين الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، 31 ماي-3 جوان 2009م، ص 9-10.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

الخاصة (SPV)، يساهم في تخفيض تكاليف الإصدار والسمسرة، مما يجعل تكلفة إصدار الصكوك قريبة من تكلفة التمويل الذاتي، الأمر الذي يمكن من الحصول على التمويل بأسعار تنافسية وعملية إصدار سلسلة.

اهتمت ماليزيا بتأسيس العديد من الهيئات الداعمة لتطوير التمويل الإسلامي، وتتمثل هذه المؤسسات في:

1- المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي: هو مؤسسة جامعية أسسها البنك المركزي الماليزي عام 2006م،

متخصصة في دعم صناعة التمويل الإسلامي، من خلال تكوين الكوادر في مجال الصيرفة الإسلامية.

2- الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في مجال التمويل الإسلامي: تأسست من قبل البنك المركزي عام

2008م، تهدف إلى تطوير الأبحاث التطبيقية في مجال التمويل الإسلامي.

3- مجلس الخدمات المالية الإسلامية: تعد ماليزيا أحد المؤسسين للمجلس، الذي يعد بمثابة الجهة الرقابية

الدولية على الصناعة المالية المصرفية¹.

خامسا- مدى الاستفادة من التجربة الماليزية

رغم الانتقاد الذي تواجهه التجربة المالية الإسلامية في ماليزيا، والتي تتعلق بمدى مطابقة معاملاتها للمعايير الشرعية المحاسبية والفقهية، خاصة فيما يتعلق ببعض الصيغ التمويلية مثل البيع الآجل، وصكوك المراجعة والاستصناع، ومع ذلك لا يمكن إنكار الإنجازات التي حققتها ماليزيا في مجال الصكوك الإسلامية، حيث نجحت في توفير بيئة تشريعية وتنظيمية ومالية مقبولة، ساهمت في نمو هذا القطاع، هذه التجربة الماليزية تقدم نموذجاً يحتذى به للدول الأخرى مثل الجزائر، والتي تسعى إلى إنشاء سوقها للصكوك، حيث يمكن الاستفادة من الإيجابيات الماليزية مع معالجة الجوانب التي أثارت بعض الانتقادات، ويمكن إجمال أهم الدروس المستفادة من هذه التجربة في النقاط التالية:

1- يُعد تنشيط سوق رأس المال وتكامل أدائه مع القطاع المصرفي، أمراً بالغ الأهمية لتعزيز عمليات التمويل في الاقتصاد.

2- لا يُعد التحول الفوري والجذري لسوق رأس المال الجزائري إلى سوق إسلامي خالصاً أمراً واقعياً، أو حتى مستصحباً، بدلاً من ذلك، يمكن الاستفادة من التجربة الماليزية التي اعتمدت نهجاً أكثر تدريجياً ومتوازناً، حيث يتمتع كلا من السوق التقليدي والإسلامي بوجود متوازٍ.

¹ زليخة بن حناشي، مريم شطبي، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني الموسوم بـ: "المصارف الإسلامية الواقع والآفاق، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر، 2-3 ديسمبر 2015م، ص 09.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

3- يُعتبر وضع إطار قانوني صارم لتنظيم عمل هيئات الرقابة الشرعية أمرًا بالغ الأهمية، لضمان نزاهة وشفافية المعاملات المالية الإسلامية، من شأنها أن ترفع من مستوى الثقة في الرقابة الشرعية، وتعزز مكانة الصكوك الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية.

4- تُعد مبادرة إنشاء مراكز متخصصة لتأهيل الإطارات في مجال الصيرفة الإسلامية، تحت إشراف البنك المركزي، خطوة بالغة الأهمية، إذ تساهم هذه المراكز في رفع الكفاءات العلمية والعملية للموظفين، مما ينعكس إيجابًا على جودة الخدمات المصرفية الإسلامية المقدمة.

5- يشكل الدعم المتواصل من قبل البنك المركزي ولجنة البورصة للصكوك الإسلامية، ركيزة أساسية لتنمية هذه الأداة، ويتجلى هذا الدعم في إنشاء مجلس استشاري شرعي وطني، لضمان التزام إصدارات الصكوك بالشرعية الإسلامية.

6- يمكن للجزائر أن تستلهم من التجربة الماليزية في تبني حوافز ضريبية تشجع على نمو صناعة الصكوك، يتطلب ذلك تعديل قانون الضرائب الحالي، بما يتماشى مع متطلبات هذا القطاع الناشئ، وتقديم حوافز ضريبية مثل: الإعفاء الضريبي على الأرباح المتأتية من إصدار الصكوك.

المبحث الثالث: تجربة السعودية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية.

تعد السعودية إحدى أكبر الاقتصاديات في منطقة الشرق الأوسط، وهي رقم اقتصادي عالمي، كونها من أكبر مصدري النفط في العالم، الذي يدعم بصورة واضحة احتياطي الصرف الأجنبي في البلد، غير أن السلطات بحثت عن التنوع الاقتصادي، وكان تطوير السوق المالية من بين القطاعات المستهدفة في التنوع، ونتيجة لذلك برزت الصكوك الإسلامية كأداة تمويل مهمة في السوق المالية، ونحاول في هذا المبحث إيجاد الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية بالنسبة إلى احتياطي الصرف الأجنبي بالسعودية في الأعوام الأخيرة.

المطلب الأول: نظام التمويل الإسلامي وتطور الصكوك الإسلامية في السعودية

الفرص الموجودة في الاقتصاد السعودي يمكن أن تتركز على عدة جوانب مهمة، والتي من بينها المبادرات التي قامت بها السعودية في تشجيع وتعزيز مركزها في مجال التمويل الإسلامي، من خلال تطوير السوق المالية وتشجيع الإصدارات، بالتركيز على الصكوك الإسلامية، إضافة إلى نظام التأمين التكافلي، ومن خلال قراءة "رؤية السعودية 2030" نجد أن النظام المالي الإسلامي هو محور التحول الذي تصبو إليه.

أولاً- السياق التاريخي للتمويل الإسلامي السعودي

تعود بدايات صناعة التمويل الإسلامي في السعودية إلى سنة 1975م، بتأسيس البنك الإسلامي للتنمية، بهدف دعم التنمية الاقتصادية لشعوب الدول الأعضاء في المنظمة الإسلامية، ثم تأسيس أول شركة إسلامية تحت اسم الشركة الوطنية للتأمين التعاوني عام 1985م¹، وبعده بعامين تأسس أول بنك إسلامي -يعمل كلياً وفق أحكام الشريعة الإسلامية- بالسعودية²، وفي العام 1987م، تم إنشاء أول صندوق استثماري متوافق مع الأحكام الشرعية؛ وتمت هيكلته بناء على صيغة المراجعة³، وفي سنة 2004م قامت السعودية بإنشاء هيئة سوق المال (Capital Market Authority)، والتي عملت بدورها على صياغة إطارٍ سوقٍ تنظيميٍّ لأسواق رأس المال والديون⁴.

وتجدر الإشارة إلى أن السعودية تحظى بترسانة من المؤسسات الداعمة في إطار تطوير صناعة المالية الإسلامية؛ منها: البنك الإسلامي للتنمية، ومركز الملك عبد الله المالي، والغرفة الإسلامية للتجارة والصناعة والزراعة، والسوق المالية السعودية، وتشكل في مجملها محركاً قوياً لنمو هذا القطاع، وعلاوة على ذلك، تحتضن السعودية مجتمعين فقهيين ذوي أهمية بالغة وثقل عالمي في مجال الخدمات المالية الإسلامية، هما: المجمع الفقهي الإسلامي، التابع لرابطة العالم الإسلامي في مكة المكرمة، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي، المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في جدة، يضطلع هذان المجمعان بدور حيوي في توفير الإرشاد الشرعي، وإصدار الفتاوى المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية؛ إضافة لما سبق تحتوي السعودية على العديد من الكليات والمعاهد والمراكز البحثية الداعمة للصناعة، ومن بينها على سبيل المثال لا الحصر، معهد الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد العزيز،

¹ عصام بوزيد، محاولة اختبار كفاءة نظام التمويل الإسلامي في مواجهة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015-2016م، ص28.

² نعم حسين نعمة، رعد نجم، المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي: الواقع والتحديات، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد الثاني عشرة، العدد الثاني، 2010م، ص130.

³ أحمد عبد الرحيم آل محمود، أحمد صالح المرزوقي، تحول البنك التقليدي إلى إسلامي: النظرية وخطوات التطبيق، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الثالث والعشرون، الاقتصاد الإسلامي: الحاجة إلى التطبيق وضوابط التحول، كلية القانون، جامعة الإمارات، 6-7 أكتوبر 2015م، ص28.

⁴ عمار عودة، إخفاق بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-25 ماي 2010م، ص354.

والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (IRTI)، كرسي سوابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، وكذا كرسي الشيخ محمد الراشد لدراسات المصرفية الإسلامية¹.

في عام 2013م، أصبح يوجد في السعودية 12 بنكاً تجارياً، منها 4 بنوك إسلامية، تعمل جميعها تحت إشراف ورقابة مؤسسة النقد السعودي، وتقدم البنوك التقليدية الثمانية خدمات إسلامية بدرجات متفاوتة، وفي كل منها توجد هيئة للرقابة الشرعية¹، من ناحية أخرى، يقدر حجم أصول المصارف الإسلامية بنحو 285 مليار\$².

أسست السعودية نظاماً مالياً يجمع بين التعاملات المالية التقليدية والتعاملات المالية الإسلامية دون تفريق بينها، وعلى الرغم من عدم منح صناعة التمويل الإسلامي بالسعودية تلك الخصوصية الضرورية في التعامل معها من قبل الجهات التنظيمية والرقابية، إلا أنها استطاعت أن تحقق نجاحات هامة جعلت السعودية تصنف في المرتبة الخامسة من بين 131 دولة شملها تقرير مؤشر تنمية التمويل الإسلامي لسنة 2018م.

وعلاوة على ذلك؛ تملك السعودية بورصة واحدة وهي بورصة "تداول"، هذا ويخضع السوق المالي السعودي للرقابة من قبل هيئة سوق المال، ويبلغ رأس مال بورصة تداول 1,2 مليار ريال سعودي موزعة على 120 مليون سهم، حيث أن قيمة كل سهم 10 ريالات، ويأتي سوق "تداول" في المرتبة العاشرة بين أسواق تداول الأسهم والسلع على مستوى العالم، في بداية العام 2019م انضمت السوق المالية السعودية إلى مؤشرات "Dow Jones" & "FTSE Russell" للأسواق الناشئة.

بلغ عدد الصناديق الاستثمارية العاملة بالسوق 234 صندوقاً، منها 158 صندوق استثماري إسلامي، وشكل هذا العدد نسبة 67% من مجمل الصناديق، وقد كان لها دور كبير ومهم في تنشيط السوق المالية السعودية، فضلاً عن النمو الملحوظ الذي شهده قطاع الصناديق الإسلامية، ليس هذا فقط، بل امتلكت

¹ فضل عبد الكريم محمد، التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية: الفرص والتحديات، معهد الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، جويلية 2015م، ص42.

¹ مصطفى رديف، مراد اسماعيل، الابتكارات في الصناعة المالية الإسلامية - إشارة إلى التجريبتين السعودية والإيرانية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، جوان 2016م، ص149.

² بلقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية: دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والماليزي، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف-1، الجزائر، 2017-2018م، ص12.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

السعودية عام 2021م أكبر عدد من الأصول الخاضعة للإدارة في سوق الصناديق الإسلامية، تليها إيران وماليزيا، ومع ذلك، تأتي السعودية المرتبة الثالثة بعد ماليزيا وإندونيسيا بـ 183 صندوقاً¹.

وإجمالاً احتلت السعودية المركز الأول اعتباراً من نهاية عام 2023م في مجال التمويل الإسلامي، وتعد تجربتها في تمويل المشاريع نموذجاً ليس فقط في مجال البنية التحتية، وإنما أيضاً في مجالات الانتقال إلى الطاقة المتجددة¹، وهذا رغم عدم وجود قوانين مصرفية إسلامية منفصلة فيها، كما يستضيف "البنك الإسلامي للتنمية" الذي يلعب دوراً حاسماً في تعزيز الممارسات المصرفية الإسلامية في العالم الإسلامي.

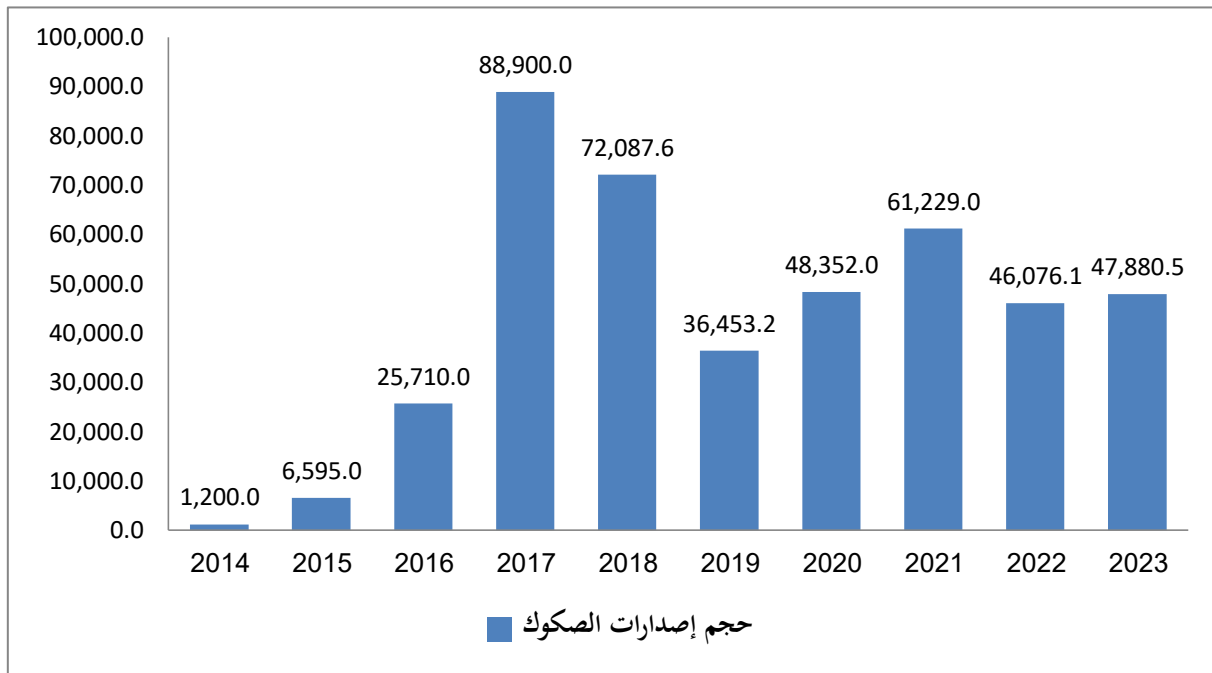
ثانياً- تطور الصكوك الإسلامية في السعودية

واقع وتطور الصكوك في السعودية اعتباراً من عام 2014م وصولاً إلى نهاية عام 2023م، نُلخصه في الرسم البياني التالي:

رسم بياني رقم: 4-8

إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في السعودية (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)

(الوحدة: مليون \$)



¹ Doyinsola Oladipo, Global Islamic funds market grows 300% in decade – report, Reuters, January 26, 2022, Available at the link: <https://www.reuters.com/markets/funds/global-islamic-funds-market-grows-300-decade-report-2022-01-26/>, Date of access: August 17, 2024.

¹ موقع صحيفة العرب، فيتش تتوقع نمواً أكبر في إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً، 13 جانفي 2024م، متاح على الموقع: <https://www.alarab.co.uk>، تاريخ الاسترداد: 14 أوت 2024م.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- التقارير السنوية لهيئة السوق المالية "CMA" (1435-1446هـ/2014-الربع الأول من 2024م)، متاحة على الموقع: www.cma.org.sa.
 - التقارير السنوية، والتقارير والإحصائيات الدورية للمركز الوطني لإدارة الدين "NDMC"، وزارة المالية السعودية، (2015-2024م)، متاح على الموقع: <https://ndmc.gov.sa>.
 - موقع وزارة المالية السعودية: www.mof.gov.sa.
 - النشرات الدورية لوكالة الأناضول للأخبار (2016-2023م).
 - معمر حمودي، صكوك التمويل الإسلامي ودورها في تفعيل حركية التجارة الخارجية -دراسة تحليلية تطبيقية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم التجارية، تخصص تجارة مناجمت دولي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2020م-2021م.
 - حبيبة رميتة، متطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري -دراسة استشرافية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2021م-2022م.
- يمكن تفصيل الإصدارات المشار إليها في الرسم البياني السابق كما يلي:
- في عام 2014م، طرحت "الشركة السعودية للكهرباء" صكوكا، كانت قد وافقت هيئة السوق المالية عليها في عام 2013م، بقيمة 4,5 مليار ريال (1,2 مليار \$)، في حين لجأت السعودية إلى سوق الدين عقب تراجع أسعار النفط منذ منتصف 2014م، وهو مصدر الدخل الرئيس لأكبر دولة مصدرة للخام وثالث أكبر منتج عالميا، وعليه تم إصدار صكوك شركات بقيمة 5,4 مليار \$، وكانت هناك إصدارات أخرى، ليصل إجمالي الإصدارات السعودية للصكوك الإسلامية نهاية عام 2015م إلى 6,595 مليار \$¹.
 - في عام 2016م، بالنسبة لهيئة السوق المالية؛ فقد تراجعت طلبات الطرح العام للصكوك التي وافقت عليها، وإشعارات الطرح الخاص التي تسلمتها خلال عام 2016م بنسبة 27,5 %، وكانت جميعها إشعارات طرح خاص للصكوك، وارتفعت قيمة مبالغ الطرح الخاص للصكوك في عام 2016م بنسبة 0,2 %، في حين انخفض إجمالي مبالغ طرح الصكوك خلال عام 2016م بنسبة 15,5 % مقارنةً بالعام السابق إلى 21,4 مليار ريال (5,71 مليار \$)، ويُعزى هذا الانخفاض إلى عدم تنفيذ أي عملية طرح عام للصكوك في عام 2016م.

¹ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي "1437/1438هـ (2016م)"، الرياض، السعودية، ص64، متاح على الموقع: www.cma.org.sa

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- في عام 2017م ارتفع إجمالي مبالغ الطرح الخاص بنسبة 303,9% ليتجاوز سقف 88 مليار \$، ولجأت الحكومة إلى إصدار صكوك سيادية لتغطية العجز، مستخدمة هيكل إصدارات هجين يجمع بين صيغتي المضاربة والمراجحة، كما أطلقت السعودية برنامجاً قوياً للصكوك، الذي شهد عدة إصدارات تجاوزت نسبة تغطيتها 300%، وبلغ إجمالي الإصدارات السيادية السعودية 40,6 مليار \$.

- في عام 2018م بلغ حجم الإصدارات الحكومية 11,4 مليار \$، في حين أصدرت الشركات صكوكاً بقيمة 945 مليون \$، وأطلقت وزارة المالية 12 إصداراً محلياً بإجمالي 13,04 مليار \$، مع تنوع آجال الاستحقاق، كما تم إدراج صكوك سعودية في الأسواق الدولية، مثل بورصة لندن، بقيمة 2 مليار \$.

- في عام 2019م تراجعت طلبات الطرح الخاص بنسبة 8,1%، بينما انخفض إجمالي مبالغ الطرح الخاص بنسبة 36,5% ليصل إلى 9,1 مليار ريال. في المقابل، أصدرت وزارة المالية 7 إصدارات للصكوك السيادية بقيمة 37 مليار ريال، وغطت الصكوك أكثر من 50% من العجز المالي، مع إصدارات شهرية متفاوتة، أبرزها إصدار دولي بقيمة 2,5 مليار \$ في أكتوبر.

- في عام 2020م؛ ارتفع حجم إصدارات الصكوك، حيث بلغ إجمالي الطرح الخاص 31 مليار ريال عبر 47 إصداراً، وطرحت شركة كهرباء السعودية صكوكاً خضراء دولية بقيمة 1,3 مليار \$، تجاوز الاكتتاب عليها أربع مرات، وفي نهاية العام، اختتمت الإصدارات بصكوك بلغت 11,7 مليار ريال، مقسمة إلى شريحتين بأجل 7 و12 سنة.

- خلال عام 2021م بلغ إجمالي الطرح الخاص للصكوك 37,2 مليار ريال بارتفاع 20,2%، وارتفعت الإصدارات الحكومية وإصدارات الشركات بنسبة 57%، مما ساهم في وصول إجمالي إصدارات الصكوك والتمويل الإسلامي إلى 32 مليار \$، كما برز التمويل الأخضر عبر إصدار صكوك استدامة بقيمة 2,5 مليار \$، مع مشاركة البنوك والشركات الكبرى مثل أرامكو، التي أصدرت صكوكاً دولارية بقيمة 6 مليارات \$، مستقطبة مستثمرين جدد.

- في عام 2022م تم إصدار صكوك بقيمة 53,9 مليار ريال، مع تركيز الطروحات الخاصة بقيمة 43,9 مليار ريال والعامة بـ 10 مليارات ريال، كما أصدرت شركة إعادة التمويل العقاري صكوكاً بـ 4 مليار ريال، وطرحت المملكة صكوكاً دولية بـ 2,5 مليار \$ ببورصة لندن.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- في عام 2023م حدثت تطورات إيجابية في سوق الصكوك، حيث بلغت قيمة الطروحات 29,95 مليار ريال، مع اعتماد استراتيجية تطوير السوق وتعزيز السيولة عبر إلغاء عمولة التداول، تم إدراج مؤشر "جي بي مورغان" لمتابعة الصكوك الحكومية، مما ساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية، كما ارتفعت الصفقات المنفذة إلى 40,6 ألف صفقة، وزادت قيمة الإصدارات المدرجة إلى 549,8 مليار ريال، ورغم ارتفاع إصدارات الصكوك بالعملة الأجنبية، شهدت نظيرتها المحلية انخفاضًا بسبب تراجع الإصدارات الحكومية وانخفاض سيولة المصارف.

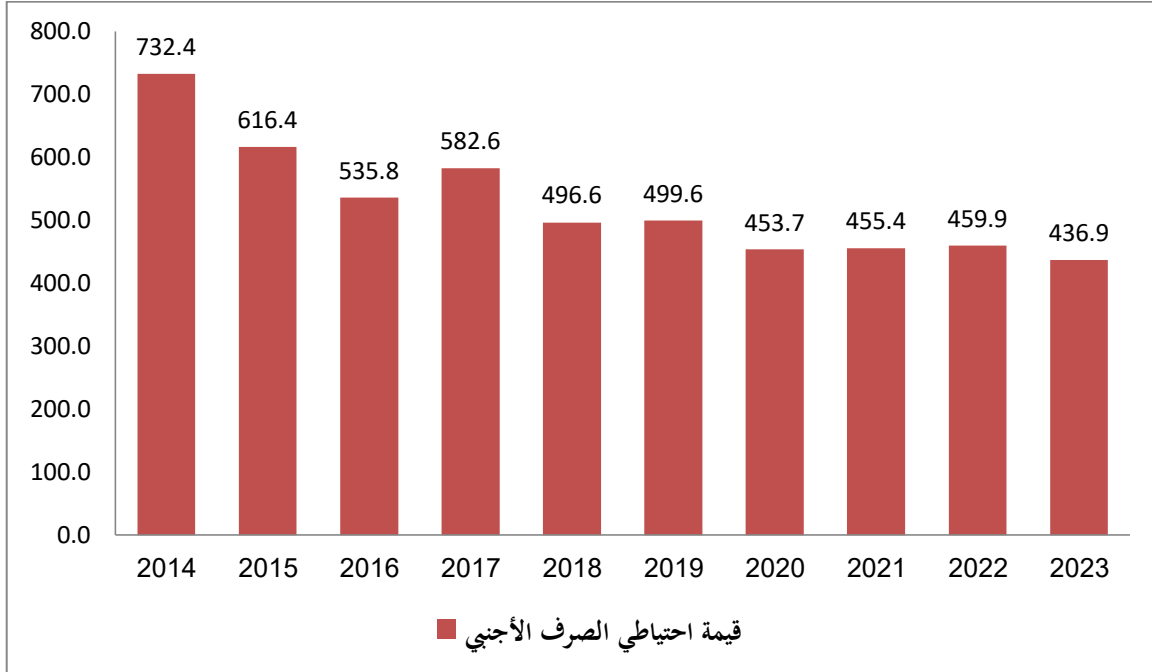
شهد سوق الصكوك في السعودية تطورًا ملحوظًا على مدار سنوات الدراسة، مع تنامي الإصدارات الحكومية والخاصة، واعتماد استراتيجيات لتعزيز السيولة وجذب الاستثمارات الأجنبية، ورغم التقلبات في أحجام الإصدارات، استمرت السعودية في تطوير السوق المالي، ما يعكس دور الصكوك كأداة رئيسية للتمويل والاستثمار.

المطلب الثاني: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي السعودي باستخدام الصكوك الإسلامية

تلعب الصكوك الإسلامية دورًا حيويًا في دعم رؤية السعودية 2030 لتحقيق تنويع اقتصادي، وتعزيز إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، في ظل تقلبات أسعار النفط والتحديات الاقتصادية العالمية، ونسعى من خلال هذا المطلب إلى تحليل العلاقة بين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي وإصدارات الصكوك الإسلامية في السعودية، وذلك لفهم الآليات التي تربط بين هذين المتغيرين، بالإشارة بشكل خاص إلى مشروعين محددين يتمثلان في صكوك الكهرباء، وصكوك توسيع مطار الملك عبد العزيز الدولي.

أولاً- تطور احتياطي الصرف الأجنبي في السعودية

التقلبات الكبيرة في أسعار النفط والأحداث الاقتصادية العالمية، تؤثر بشكل مباشر في استقرار احتياطي الصرف الأجنبي السعودي، بحكم الاعتماد الساحق على الإيرادات النفطية، حيث ارتبط الاحتياطي ارتباطًا وثيقًا بدورات أسعار النفط.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الإحصائية للبنك المركزي السعودي "SAMA"، متاح على الرابط:

<https://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/report.aspx>

انطلاقاً من الرسم البياني السابق، نلاحظ أن احتياطي الصرف الأجنبي في السعودية شهد أكبر قيمة له

في عام 2014م، حيث فاق 732 مليار \$، بسبب استمرار ارتفاع أسعار النفط وزيادة الإنتاج في النصف الأول من سنة 2014م، رغم انهيار الأسعار بداية من النصف الثاني من نفس السنة، حيث أن قيمة التراجع في 2014م بلغت 33 مليار \$¹.

- وفي 2015م؛ تم تسجيل انخفاض كبير في الاحتياطي بـ 116 مليار \$، ما يعادل نسبة 16% مقارنة بالسنة السابقة، وسجلت الميزانية عجزاً قدر بـ 367 مليار ريال (97,9 مليار \$)، ويرجع ذلك لمواصلة انخفاض أسعار النفط، وزيادة الإنفاق العسكري نتيجة الصراع بين الحوثيين في اليمن من جهة، والتحالف العسكري الذي تقوده السعودية من جهة أخرى.

¹ بيان صحفي رقم 16/368 حول تقرير خبراء الصندوق في إطار مشاورات المادة الرابعة لعام 2016 للمملكة العربية السعودية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، و م أ، 28 جويلية 2016م، ص 33.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- في عام 2016م؛ فقد الاحتياطي أكثر من 80 مليار \$، وأتى هذا الانخفاض في ظل ركود قطاع النفط، وتضرر القطاع الحكومي بسياسات التقشف، التي هدفت إلى تقليص عجز، وتزامن كل هذا مع حالة الانكماش التي مر بها الاقتصاد السعودي.
- في عام 2017م؛ ارتفع الاحتياطي على أساس سنوي بنسبة 9%، وتزامن ذلك مع إطلاق الحكومة إصدارات محلية شهرية من الصكوك الإسلامية في جويلية، والتي جمعت منها 17 مليار ريال، وعزمت الرياض آنذاك على تغطية العجز من إصدارات الدين قدر الإمكان، بدلا من استنزاف الاحتياطي.
- في عام 2018م؛ تراجع الاحتياطي بنسبة 15% الذي تزامن مع تراجع عجز الميزانية إلى 5,9% من إجمالي الناتج المحلي، وهذا رغم تحقيق الإيرادات النفطية وغير النفطية لارتفاع معتبر، ورافق هذا الارتفاع زيادة كبيرة في الإنفاق الحكومي، ثم ارتفع حجم الاحتياطي في عام 2019م بفارق 3 مليارات \$ عن السنة السابقة، ويعود ذلك لاستقرار أسعار النفط، وتحسن طفيف في أداء الاقتصاد، فضلا عن مساهمة الإصلاحات الاقتصادية في استقرار الاحتياطي الخامس عالميا، غير أنه انخفض في عام 2020م بشكل حاد بحوالي 10%، محملة بذلك السعودية المرتبة السابعة عالميا.
- في عام 2021م؛ عرف الاحتياطي استقرارا (+1%)، حيث فاق 455 مليار \$، محافظا بذلك الاحتياطي السعودي على المرتبة السابعة عالميا، وبقيت السعودية تعاني من تراجع إيراداتها المالية الناتجة عن هبوط أسعار النفط، جراء انتشار فيروس كورونا وتداعياته على الطلب والأسعار، وكسب الاحتياطي بعض المليارات مع نهاية عام 2022م (4,5 مليار \$)، وجاء هذا منذ بدء السيطرة على وباء كورونا، والفتح التدريجي للأسواق، واندلاع الحرب الروسية الأوكرانية، انتعشت أسعار النفط، لترفعها فوق 100 \$، وتم تسجيل فائض في الميزانية، وهو الأول الذي يتم تسجيله منذ سنة 2014م.
- في عام 2023م؛ سجل الاحتياطي مع نهاية السنة تراجعًا بنسبة 5%، وتزامن مع تراجع فائض الحساب الجاري إلى 3,2% من إجمالي الناتج المحلي، بعدما سجل نسبة 13,7% عام 2022م، ومع هذا كانت لا تزال الاحتياطيات مرتفعة حيث تغطي قرابة 16 شهرًا من الواردات، و208% لكفاية الاحتياطيات على مقياس صندوق النقد الدولي.

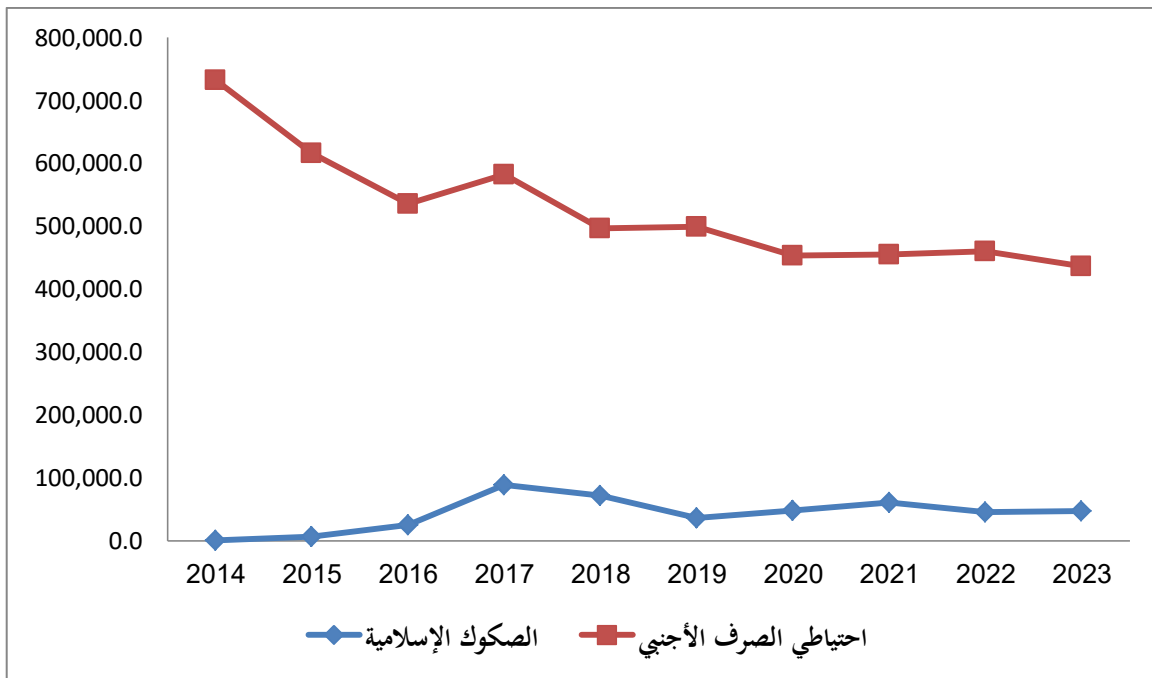
الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

ثانياً- تحليل التطور بين احتياطي الصرف الأجنبي وسوق الصكوك الإسلامية

انطلاقاً من المعطيات والتحليلات السابقة؛ التي تشير إلى أن إصدار الصكوك الإسلامية يمكن أن يسهم في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، مما يساعد في تنشيط الاقتصاد غير النفطي، وتقليل الاعتماد على الإيرادات النفطية، والمحافظة على احتياطي الصرف الأجنبي، وهذا ما نحاول تبينه من خلال الرسم البياني التالي:

رسم بياني رقم: 4-10

احتياطي الصرف الأجنبي في ظل تطور الصكوك الإسلامية (جانفي 2014م - ديسمبر 2023م)
(الوحدة: مليون \$)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الرسمين البيانيين رقم: 4-8، ورقم: 4-9.

يمكن تحليل حالات الاتجاهات العامة والسنوية المفصلة، للارتباط بين إصدار الصكوك الإسلامية وتطور احتياطي الصرف الأجنبي السعودي، في الرسم البياني أعلاه كما يلي:

- 2014-2015م؛ يمكن تفسير الارتفاع الكبير في الصكوك مقابل انخفاض قليل في الاحتياطي ببداية انخفاض الأسعار في النصف الثاني من سنة 2014م، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاعتماد على الصكوك كمصدر تمويل بديل.

- 2015-2016م؛ مواصلة الارتفاع المذهل في إصدارات الصكوك، والانخفاض في الاحتياطي، نتيجة أزمة تدهور أسعار النفط في الأسواق العالمية، وزيادة الاعتماد على تمويل العجز بالصكوك.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- 2016-2017م؛ شهدت هذه الفترة أيضا ارتفاعًا هائلًا في إصدارات الصكوك الإسلامية بذلك بنسبة 246%، ويرجع ذلك لإطلاق مشروع الصكوك الإسلامية (تحدثنا عنه سابقًا)، واستمرار الاتجاه التصاعدي يؤكد على جاذبية وقوة سوق الصكوك، وأفقّه انتعاش مؤقت في الاحتياطي، خاصة مع بداية تعافي أسعار النفط العالمية، وصاحب ذلك زيادة الثقة في الاقتصاد السعودي، الذي تزامن مع بداية تأثيرات رؤية 2030، بعد تعافي سوق الصكوك وزيادة ثقة المستثمرين.

- 2017-2018م؛ نجد في هذه الفترة انخفاضًا طفيفًا في إصدارات الصكوك (-18%)، مع تسجيل نفس الانخفاض تقريبًا في نسبة الاحتياطي (-15%)، ويرجع ذلك لمواصلة انخفاض أسعار النفط، وتأثيرات التوترات الجيوسياسية (الصراع السعودي اليمني)، والتعديل في السياسات المالية السعودية للتقليل من العجز المسجل، باعتماد سياسة التقشف، بسبب حالة الركود التي مر بها الاقتصاد السعودي.

- 2018-2019م؛ استمر التقلبات في قيمتي إصدار الصكوك والاحتياطي، حيث كان الانخفاض متزامنًا لكلا المتغيرين، غير أن نسب الانخفاض متفاوتة، خاصة بالنسبة للصكوك التي انهارت إصداراتها خلال هذه المدة بنسبة 49%، نظرًا لكون أن شريحة كبيرة من الإصدارات المحلية كانت في العامين السابقين في إطار برنامج الصكوك. 2019-2020م؛ ارتفعت الإصدارات بنسبة 32%، والتي تعكس جهود الحكومة في جذب الاستثمارات وتمويل المشروعات، وفي المقابل انخفض مستوى الاحتياطي بنسبة 9%، بسبب تأثيرات جائحة كورونا، حيث أدت الإغلاقات والقيود إلى تناقص الإيرادات النفطية.

- 2020-2021م؛ كما في المدة السابقة، شهدت هذه المدة انتعاشًا في إصدارات الصكوك بنسبة 27%، الذي عكس جهود السلطات للسيطرة على آثار الجائحة - كما ذكرنا سابقًا فيما يخص إحصائيات الإصدارات السيادية - وبالموازاة مع هذا الانتعاش، شهدت الاحتياطيات ارتفاعًا متواضعًا (استقرار نسبي)، مما يشير إلى أن التحديات والقيود الاقتصادية كانت لا زالت قائمة.

- 2021-2022م؛ انخفضت إصدارات الصكوك خلال هذه الفترة بنسبة 20%، في حين حافظت الاحتياطيات على الصعود الإيجابي بنسبة متواضعة (المحافظة على الاستقرار)، بسبب مواصلة الانتعاش الإيجابي لأسعار النفط، فضلًا عن تحرك الإيرادات غير النفطية ولو أنها بنسبة غير مؤثرة.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- 2022-2023م؛ ارتفاع طفيف في إصدار الصكوك، نستطيع تسميته باستقرار الإصدارات، يقابله انخفاض طفيف في الاحتياطي، ويعكس هذا الانخفاض استمرار الضغوط الاقتصادية، حيث تراجعت الإيرادات النفطية السعودية مرة أخرى.

من البيانات والتحليلات السابقة؛ نستخلص أن تقلبات أسعار النفط تعدّ من العوامل الأساسية المؤثرة على احتياطي الصرف الأجنبي في السنوات التي شهدت انخفاضاً في سوق النفط، ومما لا شك فيه أن الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها السلطات السعودية -ضمن رؤية 2030- والتي أولت اهتماماً بإصدار الصكوك الإسلامية، مما ساهم في جذب الاستثمارات، وتحسين بيئة الأعمال، غير أن هذا لم يكن كافياً لتغطية التحديات الناتجة عن هبوط أسعار النفط، ولا نغفل أيضاً تأثيرات جائحة كورونا التي أدت إلى تذبذب كبير في النشاط الاقتصادي، مما انعكس سلباً على المداخل الحكومية ومن ثم على احتياطي الصرف الأجنبي، وهذا على الرغم من الاتجاه التصاعدي لإصدارات الصكوك.

ثالثاً- مظاهر استخدام الصكوك الإسلامية في السعودية

لاقت الصكوك الإسلامية إقبالا واسعا من المستثمرين، فتمّ من خلالها تمويل مشروعات تنموية كثيرة، وسنعرض فيما يلي تجربة صكوك الكهرباء، وتجربة مشروع مطار الملك عبد العزيز الدولي الجديد بجدة، التي مهدت لتطور صناعة الصكوك الإسلامية في السعودية.

1- تجربة صكوك الكهرباء: أصدرت السعودية صكوك كهرباء تمثل حقوقاً معنوية، من خلال شركة الكهرباء السعودية، والتي بنيت تقريباً على هيكلية واحدة في إصدارها الأول والثاني، وتأسست الشركة السعودية للكهرباء تنفيذاً لقرار مجلس الوزراء رقم: "169" المؤرخ في 29 نوفمبر 1998م، الموافق لـ 11 شعبان 1419هـ، والذي يقضي إلى إعادة هيكلية قطاع الكهرباء في السعودية، وقد تم دمج 10 شركات مساهمة، و 11 مشروع حكومي تابع للشركة العامة للكهرباء في كيان واحد، وذلك لرفع الكفاءة التشغيلية، وتعزيز مستوى الأداء في القطاع الطاقوي، هذه المحفظة من الشركات التابعة ساعدت في تكوين كيان اقتصادي ضخم يمتلك أصولاً واسعة في القطاع، وتدعم العمليات التشغيلية، وتوسّع نطاق الخدمات، مما مكّنه من تحقيق وفورات كبيرة في التكاليف، فضلاً عن تعزيز القدرة التنافسية¹.

¹ الشركة السعودية للكهرباء، تقرير مجلس الإدارة لمساهمي الشركة السعودية للكهرباء عن السنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2014م، ص 46.

تقوم الشركة السعودية للكهرباء بتوليد، ونقل، وتوزيع الطاقة الكهربائية عبر تراب السعودية، وتعتبر الشركة المزود الرئيسي للطاقة الكهربائية، حيث تغطي خدماتها مختلف القطاعات الحيوية المتعددة الحكومية، والزراعية، والصناعية، والتجارية، والسكنية، وتخضع تعرفه الخدمات الكهربائية المقدمة لرقابة حكومية صارمة، حيث يتم تحديدها وفقاً لقرارات يصدرها مجلس الوزراء، بناءً على توصيات الهيئة المكلفة بتنظيم الكهرباء والإنتاج المزدوج. (أنظر إلى الملحق رقم 03)

طرحَت شركة الكهرباء سابقاً نوعين من الصكوك: الصكوك الأولى، تمثل صكوك القراءة وصيانة العدادات، أداة مالية تمنح حاملها حق تحصيل الرسوم المتعلقة بقراءة العدادات وإعداد الفاتورات، وهي رسوم مفروضة على المشتركين، والذي منحه الدولة للشركة مقابل رسم محدد يتراوح بين 10 و30 ريال، يقتطع من المشتركين؛ في حين صكوك الكهرباء الثانية، تختص في توصيل الكهرباء، وتمنح حاملها حقوقاً استثمارية مستمدة من قرار تأسيس الشركة، ومن الرخصة الممنوحة لها، لتقديم خدمة توصيل الكهرباء، تتضمن هذه الحقوق حق تحصيل رسوم الربط التي تدفع لمرة واحدة عند كل عملية توصيل جديدة، والتي تتناسب مع حجم الاستهلاك المطلوب، تم تقسيم هذه الحقوق إلى وحدات أصغر، كل وحدة تمثل صك استثمار يمكن تداوله¹.

تتيح صكوك الكهرباء للشركة السعودية للكهرباء، تحويل حقوقها المالية المتعلقة بخدمات الكهرباء، إلى أصول مالية قابلة للتداول، وقد منحت الحكومة للشركة الحق في تحصيل رسوم محددة من المستهلكين، مقابل تقديم الخدمات الأساسية التالية²:

- رسوم التوصيل والتركيب: وهي رسوم تدفع عند بداية الاشتراك في الخدمة لمرة واحدة، وتغطي تكاليف تركيب العداد، وتوصيل التيار الكهربائي إلى المكان.
- رسوم الاستهلاك: وهي رسوم متغيرة؛ تتناسب طردياً مع الكمية المستهلكة من الكهرباء، وتشكل المصدر الرئيسي لإيرادات الشركة.
- رسوم القراءة والصيانة: وهي رسوم شهرية ثابتة، أو متدرجة حسب نوع العداد المركب، وتغطي تكاليف قراءة وصيانة العدادات، بالإضافة إلى إعداد الفواتير.

¹ فهد بن بادي المرشدي، الصكوك، أحكامها وضوابطها وإشكالاتها، دراسة شرعية نقدية، المصرف الراجحي، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2014م، ص220.

² فهد بن بادي المرشدي، مرجع سابق، ص ص219-220.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

بذلك يمكن القول، إن صكوك الكهرباء تمثل أداة مبتكرة لتمويل أعمال الشركة، وتطوير وتوسيع نطاق خدماتها، حيث تتيح تحويل التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من هذه الرسوم إلى أصول مالية، يمكن تداولها في الأسواق المالية، واتخذت الشركة السعودية للكهرباء خطوتين تنفيذيتين لتصكيك حقوقها المالية:

- **تصكيك رخصة التوزيع:** قامت الشركة بتحويل حقها الحصري في توزيع الكهرباء، إلى أصول مالية قابلة للتداول، من خلال طرحها للاكتتاب العام، هذا الإجراء سمح للشركة بتحويل أصول غير ملموسة، إلى أصول مالية يمكن تقييمها وتداولها في السوق.

- **إنشاء شركة ذات غرض خاص:** تم إنشاء شركة الكهرباء للصكوك، تابعة مملوكة بالكامل للشركة الأم، وتم نقل ملكية حقوق الصكوك لهذه الشركة لمدة 20 عامًا، وفقًا لاتفاقية تحويل ملكية محددة، هذا الإجراء يهدف إلى عزل المخاطر المالية المرتبطة بالصكوك عن الشركة الأم، وتحسين كفاءة إدارة هذه الأصول.

ومن جهة أخرى، تم تصميم هيكل صكوك الكهرباء وفق آلية مبتكرة، تضمن استدامة التدفقات النقدية لحملة الصكوك وفق الخطوات التالية:

أ- **الاكتتاب العام:** تم طرح الصكوك للاكتتاب العام بالسعر المحدد، مما سمح بتجميع رأس المال المقصود للشركة، عن طريق المصرف الوكيل.

ب- **اتفاقية إدارة الموجودات:** تم إبرام الاتفاقية بين "الشركة الأم" و"شركة الكهرباء للصكوك"، تنص على أن تتولى الأولى إدارة موجودات الصكوك لمدة 20 عامًا، مقابل رسم محدد يدفع للشركة كل 6 أشهر، وتتحمل هذه الأخيرة مسؤولية أي ضرر يلحق بحملة الصكوك نتيجة إهمالها، أو إجراء تعديلات في أداء الخدمات، على أن تكون إدارة الموجودات وفق الآلية التالية:

* توفير الخدمات؛ حيث تتولى شركة الكهرباء -بصفتها مديرًا لموجودات الصكوك- تنفيذ خدمات الربط الكهربائي، مقابل الاحتفاظ بـ 1% من إجمالي رسوم الربط المحصلة.

* تجميع الإيرادات الناتجة عن رسوم عملية الربط، وإيداعها في حساب احتياطي خاص بحملة الصكوك (الحساب يضمن حقوق حملة الصكوك في الحصول على عوائد مستمرة).

ت- **توزيع الأرباح:** حيث يقوم مدير الموجودات بتوزيع الأرباح المتراكمة في الحساب الاحتياطي، بعد خصم التكاليف، على حملة الصكوك بشكل دوري، مع بقاء الفائض كاحتياطي في يد شركة الكهرباء، لتغطية أي نقص في الأرباح المستقبلية، أو لتلبية متطلبات أخرى حسب ما هو متفق عليه.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

ث- **الشراء الإجباري للصكوك:** التزمت الشركة بإعادة شراء الصكوك من حملتها في العام الرابع بـ 90% من إجمالي القيمة الإسمية، بعد ذلك في العام العاشر بـ 60%، ثم بعد 15 عامًا من الاكتتاب بـ 30%، وبعد اكتمال 20 عامًا تنقضي قيمة الصك بانتهاء مدة الحق الذي تم بيعه، مما يضمن سيولة الصكوك، ويحمي حملة الصكوك من تقلبات السوق.

ج- **الحساب الاحتياطي:** تم تخصيصه لتغطية أي عجز في الأرباح، وضمان دفع المستحقات لحملة الصكوك، ويتم توزيع ربح إضافي على حملة الصكوك الراغبين في بيعها على شركة الكهرباء، في العام السابع بـ 10% من إجمالي القيمة الإسمية، وفي العام العاشر بـ 20% منها، وفي العام الخامس عشرة بـ 15%، وفي آخر عام بـ 40%، على أن يتم توزيع الحساب الاحتياطي وفقًا للأولويات الآتية: أنظر الملحقين رقم: (01-02).

* تسوية العجز السابق إن كان موجودًا، حيث يتم استخدام الفائض المتراكم لتعويض حملة الصكوك عن أي أرباح لم يتحصلوا عليها في فترات سابقة.

* تغطية الأرباح الحالية بعد تسوية العجز السابق.

* توزيع أرباح إضافية إن وجدت بعد تصفية الخطوتين السابقتين لحملة الصكوك كمبلغ إضافي.

* في حالة تصفية الصكوك يتم دفع باقي رصيد الحساب الاحتياطي إلى الشركة كحافز تشجيعي نظير أدائها الخدمة.

بذلك يمكن القول، إن صكوك الكهرباء تمثل أداة مبتكرة لتمويل أعمال الشركة، وتطوير وتوسيع نطاق خدماتها، حيث تتيح تحويل التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من هذه الرسوم إلى أصول مالية، يمكن تداولها في الأسواق المالية، وتمكنت الشركة عبر حزمة من الخطوات من تحويل حقوقها المالية إلى أصول مالية قابلة للتداول، مما ساهم في تعزيز مرونتها المالية وتنويع مصادر تمويلها، كما ساهم هذا الإجراء في زيادة الشفافية في عمليات الشركة وتحسين كفاءة إدارة أصولها، وبشكل عام، يهدف هيكل صكوك الكهرباء إلى تحقيق التوازن بين مصالح الشركة وحملة الصكوك، حيث يضمن للشركة تدفقًا نقديًا مستمرًا، ويضمن لحملة الصكوك عوائد ثابتة ومستدامة، مع وجود آليات حماية لحقوقهم في حالة حدوث أي تقصير من جانب الشركة، وبناءً على هذه الآلية، يتم ضمان استمرارية تدفقات النقدية لحملة الصكوك، حيث يتم ربط عوائدها بشكل مباشر بإيرادات الشركة الناتجة عن خدمات الربط الكهربائي. كما توفر هذه الآلية حماية لحملة الصكوك من خلال تخصيص حساب احتياطي لتغطية أي نقص في الأرباح.

ويمكن القول أيضاً، إن صكوك الكهرباء تساهم تخفيف العبء على احتياطي الصرف الأجنبي السعودي، بمساهمتها في تقليل الضغط على الميزانية العامة، باعتبارها تدخل في مجال تمويل المشروعات، تختص بالتوسعة والصيانة في قطاع الكهرباء، ونجاح هذه الصكوك يعكس دعم النمو الاقتصادي، من خلال زيادة الإنتاجية وتحسين كفاءة قطاع الكهرباء، فضلاً عن جذب الاستثمارات مما يساهم في زيادة السيولة، ويزيد تدفقات العملة الصعبة إلى السعودية، بالإضافة إلى اعتبارها بديلاً تموالياً يساعد على تنويع مصادر الإيرادات، وتقليل الاعتماد على النفط، وعلاوة على ذلك، الاحترافية في إدارة هذه الصكوك تساهم في تعزيز كفاءة استخدام الموارد، كل هذه العوامل جعلت من صكوك الكهرباء تلعب دوراً هاماً في الحفاظ على احتياطي الصرف الأجنبي في السعودية، وبالتالي تعزيز الاستقرار المالي للاقتصاد السعودي.

2- صكوك مشروع مطار الملك عبد العزيز الدولي الجديد بجدة: تأكيداً للتجربة السعودية في مجال تمويل مشروعات البنية التحتية باستخدام الصكوك الإسلامية، لا سيما مشروع تطوير مطار الملك عبد العزيز الدولي بجدة، مما يعكس حرص الحكومة على تنويع مصادر التمويل وتعزيز دور القطاع الخاص في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

أ- التعريف بمطار الملك عبد العزيز الدولي بجدة: يقع المطار على بعد 19 كيلومتراً شمال مدينة جدة، أحد أهم الركائز الأساسية للبنية التحتية للنقل الجوي في البلاد، بدأ التشغيل التجاري للمطار في أبريل 1981م، وشهد نمواً مطرداً ليصبح أكبر المطارات من حيث المساحة، حيث يمتد على مساحة تبلغ 105 كم²، كما يمتلك أربع قاعات للركاب، كما يعتبر المطار حجر الزاوية في شبكة المطارات السعودية، وهو بمثابة البوابة الجوية الرئيسية للحرمين الشريفين، ويستقبل ملايين الحجاج والمعتمرين سنوياً¹.

ب- مراحل مشروع مطار الملك عبد العزيز الدولي الجديد بجدة: شهد تنفيذ مشروع تطوير المطار ثلاث مراحل متتالية؛ وقد حققت المرحلة الأولى نجاحاً كبيراً في زيادة الطاقة الاستيعابية للمطار إلى 30 مليون مسافر سنوياً اعتباراً من ديسمبر 2017م، وتستهدف المرحلة الثانية رفعها إلى 43 مليون مسافر بحلول عام 2025م، بينما تسعى المرحلة الثالثة الطموحة وصول القدرة الاستيعابية إلى 80 مليون مسافر في عام 2035م.

¹ أحمد أمين بوخرص، وليد تحريش، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات البنى التحتية-مطار الملك محمد عبد العزيز الدولي الجديد بجدة أنموذجاً، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد الثاني، العدد الثاني، جامعة أمين العقال الحاج موسى اق خموك، تمارست، الجزائر، 2021م، ص 89-90.

ت- تمويل المطار عن طريق الصكوك الإسلامية:

- طرح صكوك تمويل مشروع تطوير المطار: شهد مشروع تطوير المطار خطوة نوعية في مجال التمويل الإسلامي، حيث تم اللجوء إلى صكوك المراجعة لتوفير التمويل اللازم لتنفيذ المرحلة الأولى من المشروع، وقد تم توقيع عقد المرحلة الأولى من المشروع في نوفمبر 2010م، وتم طرح الصكوك الخاصة بتمويل المشروع في جانفي 2012م، وتميز طرح الصكوك بطابعه الخاص، حيث اقتصر على فئة محددة من المستثمرين، شملت الشركات والمؤسسات والمواطنين والأجانب، الذين يسعون للاستثمار في الصكوك الإسلامية.

قصد تنفيذ المرحلة الأولى من المشروع، والذي بلغت تكلفته الإجمالية 27,111 مليار ريال سعودي (نحو 7,2 مليار \$)، لجأت الهيئة العامة للطيران المدني إلى إصدار صكوك إسلامية، وقد تميز هذا الإصدار بضمان حكومي كامل، مما رفع من تصنيفه الائتماني وحظي بثقة المستثمرين، ولعبت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) دوراً حيوياً في دعم هذا الإصدار، حيث أدرجته ضمن قائمة الأوراق المالية المقبولة في اتفاقيات إعادة الشراء بنسبة 70%، كما صنفت مخاطر هذه الصكوك بـ "صفر" لغرض احتساب كفاية رأس المال لبنوك السعودية، وبفضل هذه الترتيبات، تمكنت الهيئة من جذب استثمارات كبيرة من قبل المستثمرين المؤسساتيين والأفراد، مما ساهم في نجاح عملية الطرح، وقد اعتمدت آلية توزيع الأرباح على هيكلية الصكوك¹.

- الإصدار الأول: شهد إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل المرحلة الأولى من المشروع نجاحاً كبيراً، حيث بلغ حجمه 15,125 مليار ريال سعودي (نحو 4 مليار \$)، وقد تم طرح هذه الصكوك عام 2012م، بعمر افتراضي يبلغ 10 سنوات، بأقل قيمة اشتراك قدرها مليون ريال سعودي².

ولاقى هذا الإصدار إقبالاً واسعاً من قبل المستثمرين، مما يعكس الثقة العالية التي يتمتع بها الاقتصاد السعودي، ومشروعات البنية التحتية الطموحة التي تنفذها الحكومة، بدليل تجاوز حجم الطلب على الصكوك ثلاثة أضعاف القيمة المطروحة، في حين تم توجيه عائدات هذا الإصدار لتمويل إنشاء مرافق حديثة ومتطورة في المطار، شملت: - مجمع قاعات ركاب بمساحة 670 ألف م²، مجهز بأحدث الأنظمة المتعلقة بمناولة الأمتعة والأمن، وبوابات مغادرة عديدة، وأيضاً قاعات للدرجات الأولى والأعمال، لتوفير تجربة سفر فاخرة للمسافرين،

¹ القدس العربي، هيئة الطيران المدني السعودي تطرح صكوكاً إسلامية لتمويل تطوير مطار الملك عبدالعزيز الدولي بجدة، متاح على الموقع: <https://www.alquds.co.uk>، تاريخ الاسترداد: 27 أكتوبر 2024م.

² السيل، الطيران المدني السعودي يصدر صكوكاً إسلامية بـ 15 مليار ريال، متاح على الموقع: <https://assabeel.net>، تاريخ الاسترداد: 27 أكتوبر 2024م.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

بالإضافة إلى ساحة انتظار طائرات بسعة 94 طائرة، وفندق يوفر خدمات إقامة لركاب مركز العبور، ومركز نقل يربط المطار بمحطة قطار الحرمين الشريفين، فضلاً عن مرافق تجارية بما في ذلك سوق حرة ومراكز تسوق، ويعزى نجاح هذا الإصدار إلى عدة عوامل، من بينها الضمان الحكومي، والعائدات المتوقعة، والأهمية البالغة للمشروع.

- **الإصدار الثاني:** شهد المشروع دفعة قوية، من خلال إصدار ثانٍ من الصكوك الإسلامية، حيث طرحت الهيئة العامة للطيران المدني صكوكاً بقيمة 11,986 مليار ريال سعودي (أكثر من 3 مليار \$)، يأتي هذا الإصدار بعد النجاح الذي حققه الإصدار الأول، ويشير الإصدار الثاني إلى حرص الحكومة السعودية على مواصلة دعم هذا المشروع الحيوي، وتوفير التمويل اللازم لاستكمال مراحله المختلفة، كما يعكس ثقة المستثمرين في هذا المشروع وفي الاقتصاد السعودي بشكل عام.

اختارت الهيئة ثلاثة بنوك رائدة لتولي إصدار الشريحة الثانية من برنامج صكوكها، ونذكرها كما يلي:

"The Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)"، و"البنك الأهلي التجاري"، بالإضافة إلى "Standard Chartered Bank"***، شملت المرحلة الثانية من المشروع -الممولة من خلال الإصدار الثاني للصكوك- مجموعة واسعة من المرافق والأنظمة المتطورة، التي تهدف إلى رفع كفاءة المطار وتقديم خدمات عالمية المستوى للمسافرين، حيث شملت إنشاء برج مراقبة بارتفاع 133 متراً، ومركز للتحكم بحركة المرور الجوي، ومحطات طاقة وتبريد، وساحات وممرات طيران، ومجمع وقود، وشبكة طرق حديثة، بالإضافة إلى مرافق الركاب مجهزة بأحدث الأنظمة، بما في ذلك 46 بوابة صعود و96 جسراً متحركاً لاستقبال الطائرات العملاقة، كما تم توفير قاعات انتظار فاخرة، وفندق، ومنطقة تسوق حديثة، ونظام نقل آلي يربط بين مختلف مناطق المطار، فضلاً عن تطوير نظام نقل متكامل، ونظام متطور لمناولة الأمتعة.

وختاماً؛ تعد صكوك تمويل مشروع المطار مثلاً بارزاً على استراتيجية السعودية في تنويع مصادر التمويل، وتقليل الضغط على الاحتياطي من العملات الأجنبية، هذا المشروع الضخم، الذي تم تمويله بشكل رئيسي من خلال الصكوك الإسلامية، يمثل تحولاً هاماً في نموذج التمويل الحكومي، حيث يتم الاعتماد بشكل متزايد على القطاع الخاص لتوفير التمويل اللازم للمشاريع التنموية، فبدلاً من الاعتماد الكلي على الاحتياطي من العملات

* (HSBC): هي بنك عالمي متعدد الجنسيات، يقع مقره الرئيسي في لندن، وهي واحدة من أكبر المؤسسات المصرفية في العالم، ولديها عمليات في أكثر من 60 دولة ومنطقة، تأسس البنك في هونغ كونج عام 1865م، وله تاريخ طويل في خدمة العملاء في خاصة في آسيا.

** يُعدّ البنك الأهلي السعودي كياناً مصرفياً رائداً، تشكّل بعد إتمام اندماج البنك الأهلي التجاري وسامبا.

*** هو شركة متعددة الجنسيات للخدمات المصرفية والمالية، يقع مقرها الرئيسي في لندن، تعمل في أكثر من 60 دولة ومنطقة.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

الأجنبية لتمويل المشروع، لجأت الحكومة السعودية إلى إصدار الصكوك، حيث ساهم هذا التنوع في تقليل الضغط على الاحتياطي، وحماية الاقتصاد من تقلبات العملة في أسواق النفط والعملات الأجنبية، كما أن الصكوك المصدرة جذبت استثمارات كبيرة محلية وأجنبية، الأمر الذي أدى إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصاد السعودي، فضلاً عن تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة، يمكن تداولها في الأسواق المالية، ما يزيد من قدرة الاقتصاد السعودي على الاستجابة للتغيرات في الظروف الاقتصادية، ومن المتوقع أن يتم الاستفادة من هذه التجربة في تمويل مشروعات أخرى في المستقبل، مما يساهم في تحقيق أهداف رؤية السعودية 2030.

المطلب الثالث: مقومات نجاح التجربة السعودية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية.

تعد السعودية من الدول الرائدة في إدارة الفوائض المالية باستخدام صناعة الصكوك الإسلامية، ويمكن إجمال أهم نقاط القوة التي ساهمت في هذه الريادة:

أولاً- هيئة السوق العالمية

تلعب الهيئة العامة للسوق المالية في السعودية دوراً محورياً في توفير بيئة استثمارية ملائمة، فمن خلال صلاحياتها الواسعة ومسؤولياتها المتعددة، باعتبارها هيئة حكومية، تتمتع باستقلال إداري ومالي، تسعى الهيئة إلى تنظيم وتطوير السوق المالية، وترسيخ الثقة بالسوق، وحماية حقوق المستثمرين، والعمل على تحقيق الكفاءة وتعزيز الشفافية في عمليات التداول¹، وتركز الهيئة على تنوع الأدوات المالية المتاحة، بما في ذلك الصكوك الإسلامية، لتلبية الاحتياجات المتنوعة للمستثمرين، من خلال هذه الجهود، تساهم الهيئة في جذب الاستثمارات الأجنبية، مما يعزز احتياطي العملات.

ثانياً- السوق المالية السعودية

إن إطلاق سوق مالية في السعودية يمثل خطوة حيوية نحو تطوير تداول الصكوك الإسلامية، ويساهم في تعزيز الاستقرار المالي وتنويع الاقتصاد، فمن خلال توفير منصة متخصصة لجذب الاستثمارات الأجنبية، وتنويع مصادر التمويل، تساهم بذلك هذه السوق في تعزيز احتياطي النقد الأجنبي.

¹ هيئة السوق المالية (CMA)، الفصل الثاني من التعريفات، المادة الخامسة، متاح على الرابط:

<https://cma.org.sa/RulesRegulations/CMALaw/CH2/Pages/CH2Article5.aspx>، تاريخ الاسترداد: 21 أكتوبر

2024م.

ثالثاً- إنشاء مؤسسة التصنيف الائتماني "سمة"

إن إنشاء هذه المؤسسة المختصة في التصنيف الائتماني، يمثل خطوة إيجابية في تطوير البنية التحتية المالية للسعودية، ويتجلى ذلك في توفير معلومات ائتمانية دقيقة وشاملة عن الأفراد والشركات، بالإضافة إلى مساهمتها في تعزيز الثقة في السوق، مما يجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وعلى نحو بالغ الأهمية فإنها تؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية، وتعزز احتياطي النقد الأجنبي، وعلاوة على ذلك، فإن المؤسسة تلعب دوراً محورياً في تنظيم القطاع المالي، وتقليل المخاطر الائتمانية.

رابعاً- شركة صكوك المالية

أطلقت هيئة السوق المالية مختبر التقنية المالية عام 2018م، لمواكبة الثورة التقنية المتسارعة في السوق المالية، للمساهمة في دعم الاقتصاد الوطني، وتحقيق مستهدفات برنامج تطوير القطاع المالي، وحصلت على تصريح من هيئة السوق المالية في نوفمبر 2020م، وأصبحت بذلك أول شركة تقنية مالية لطرح صكوك للشركات، وتمكين المستثمرين من الاستثمار فيها¹.

وكخلاصة للعناصر الأربعة المذكورة، يمكن القول إنه رغم عدم وجود رابط مباشر بين قرارات الهيئة العامة للسوق المالية، ومؤسسة "سمة" للتصنيف الائتماني، وشركة صكوك المالية، إلا أنها تلعب أدواراً حيوية في تعزيز الاقتصاد السعودي وتنميته، وذلك من خلال جذب الاستثمارات الأجنبية، ويزيد من الطلب على العملة المحلية، مما يساهم بشكل غير مباشر في الحفاظ على استقرار احتياطي الصرف الأجنبي.

المبحث الرابع: الدراسة الاستشرافية لاستخدام الصكوك الإسلامية في تحسين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

نسعى في هذه الدراسة الاستشرافية إلى البحث عن إمكانية الاستفادة من الصكوك الإسلامية، كأداة مالية في تحسين إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، بالاستناد إلى التجربتين الرائدتين الماليزية والسعودية - كما تطرقنا في المبحثين السابقين - ومحاولة تقديم مدى ملاءمة تطبيق هذا النموذج في السياق الجزائري، مع اقتراح بعض المشروعات، وتحديد الفوائد المحتملة والتحديات المتوقعة.

¹ شركة صكوك المالية "Sukuk Capital"، قصة شركة صكوك المالية السعودية، متاح على الموقع: <https://sukuk.sa/>، تاريخ الاسترداد: 18 أكتوبر 2024م.

الصرف الأجنبي في الجزائر

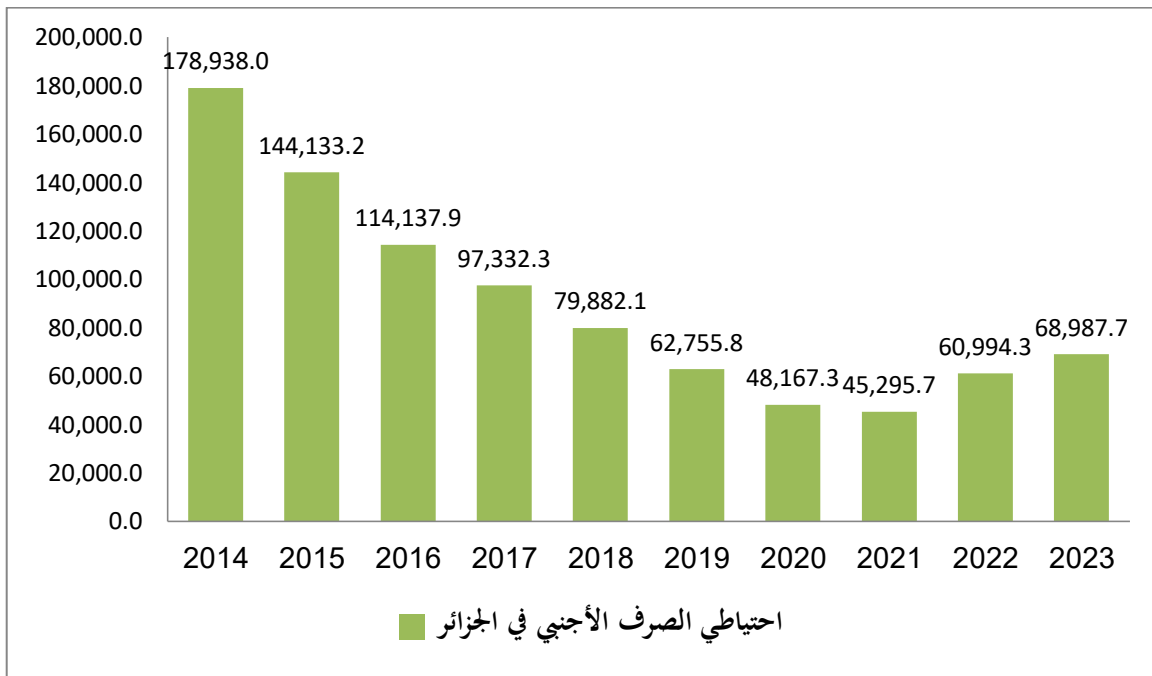
المطلب الأول: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

الجزائر بلد ينتج ويصدر المحروقات، يعتمد اقتصادها بشكل كبير على عائداتها، وتشكل المحروقات نسبة ساحقة من إجمالي الصادرات، ونتيجة لذلك فإن أرصدة الاقتصاد الكلي (الميزان المالي والتجاري) حساسة للغاية لتقلبات أسعار النفط، فالجزائر مثل العديد من البلدان المصدرة للنفط، تمكنت من تجميع احتياطياتها الرسمية من خلال تصدير المحروقات، كما أن أسعار النفط لا يزال تأثيرها على ميزان المدفوعات كبيراً، وفيما يلي سندرس تطور الاحتياطي الجزائري في الفترة 2014-2023م.

رسم بياني رقم: 4-11

تطور احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (ديسمبر 2014 - ديسمبر 2023م)

(الوحدة: مليون \$)



المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2014-2023م)، متاح على الموقع: <https://www.bank-of-algeria.dz/>، تاريخ الاسترداد: 22 أكتوبر 2024م.

أدى الانخفاض الحاد في أسعار النفط في جوان 2014م إلى خفض عائدات المحروقات، وعجز قياسي في ميزان المدفوعات المسجل في 2015م بـ 27,54 مليار \$، ما أثر سلباً على الاحتياطي الذي تراجع (باستثناء الذهب)، حيث خسرت الجزائر نحو 34 مليار \$ نهاية ديسمبر 2015م، بمستوى احتياطي بلغ نحو 144 مليار \$، وفي نهاية 2016م انتقل الاحتياطي إلى 114,14 مليار \$، مسجلاً انخفاضاً بـ 30 مليار \$ خلال سنة واحدة، ثم

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

انتهت عند 97,33 مليار \$ في نهاية 2017م، واستمر هذا الانخفاض حتى وصل 45 مليار \$ نهاية سنة 2021م، أي تأكل في مخزون الاحتياطيات بأكثر من 74% في غضون ثماني سنوات، وهو ما يمثل انخفاضا سنويا مُتوسّطه 16 مليار \$ تقريبا، ويرجع هذا الانخفاض الحادّ بلا شك لانخفاض الإيرادات من تصدير النفط والغاز، وضعف الصادرات غير النفطية، الأمر الذي لم يمكنها من تعويض هذا النقص، كما شهدت تلك الفترة (قبل فترة كورونا) لجوء الحكومة الجزائرية إلى استهلاك جزء كبير من الاحتياطي، لتغطية العجز في الميزانية، وتلبية الاحتياجات الأساسية للبلاد، ودعم البرامج الاجتماعية والتنمية رغم استمرار التراجع، وفي عام 2022م، لاحظنا بداية الانتعاش في قيمة الاحتياطي، ليصل نهاية 2023م قرابة 69 مليار \$، الذي يعود للانتعاش التدريجي لأسعار النفط بداية من منتصف عام 2020م، بسبب الأزمة الروسية-الأوكرانية، مدعوما بتحسّن الطلب العالمي بعد الجائحة، بالإضافة إلى سياسيات تخفيض الإنتاج، التي اتفقت عليها دول "أوبك+"، وعلاوة على هذا، اتخذت الحكومة الجزائرية -خلال فترة جائحة كورونا- مجموعة من الإجراءات التقشفية للحد من الإنفاق الحكومي، مع التركيز على النفقات الصحية لمكافحة وباء كورونا، والحفاظ على ما تبقى من الاحتياطي، والتي كانت من مخرجات بداية انفراج الأزمة السياسية التي مرت بها البلاد (بعد الحراك الشعبي والانتخابات الرئاسية).

المطلب الثاني: أدوات وآليات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

يعتمد بنك الجزائر على إطار عمل متكامل لإدارة المخاطر في التعامل مع احتياطي الصرف الأجنبي، من أجل تحديد وتقييم المخاطر المحتملة المرتبطة بعمليات الاستثمار، ووضع حدود واضحة للمخاطرة المقبولة، ويفضل بنك الجزائر اتباع استراتيجية استثمارية محافظة تتمثل في تخصيص جزء كبير من الاحتياطيات في أصول آمنة، ذات سيولة عالية مثل السندات الحكومية.

أولا- آلية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من قبل البنك المركزي

تُشكل إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي أداة أساسية في أدوات السلطة النقدية في الجزائر، فمن خلال التحكم في حجم الاحتياطيات، يتمكن بنك الجزائر من التأثير بشكل مباشر على استقرار السياسة النقدية، وتوفير شبكة أمان للاقتصاد، إذ يمكن استخدامها لتغطية العجز في ميزان المدفوعات، أو لتمويل الاستثمارات الاستراتيجية، وعلى صعيد السياسة المالية، تساهم إدارة الاحتياطيات في ضبط السيولة في الأسواق، مما يؤثر على معدلات الفائدة، وبالتالي على حجم الائتمان المتاح للاقتصاد.

الصرف الأجنبي في الجزائر

تُعتبر إدارة الاحتياطيات النقدية الأجنبية من أهم الأدوات التي يتولاها بنك الجزائر لضمان استقرار الاقتصاد الكلي، حيث يسعى إلى الحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار، من خلال الشراء والبيع حسب الطلب والعرض على العملات، واستخدام الاحتياطيات لتوفير السيولة اللازمة للبنوك والمؤسسات المالية، بالإضافة إلى استثمار جزء منها في الأصول المالية الآمنة المختلفة لتحقيق عائد، مثل السندات الحكومية والأوراق المالية ذات الجودة العالية، مما يزيد في عمر الاحتياطيات على المدى الطويل، كما تعتبر الاحتياطيات بمثابة شبكة أمان للبلاد، كنتيجة لاستخدامها لتغطية العجز في ميزان المدفوعات، كما يسعى البنك جاهداً إلى تحقيق التوازن بين تحقيق العوائد وتقليل المخاطر، وإدارة هذه الأخيرة المرتبطة بالاحتياطيات، مثل مخاطر سعر الصرف ومخاطر السيولة ومخاطر الائتمان، وذلك من خلال تنويع محفظة الاستثمارات عبر العملات المختلفة، والجدير بالذكر أن هذه الإجراءات في حماية القيمة الحقيقية للاحتياطيات من التضخم، وتقلبات أسعار الصرف، كما تعمل على تعزيز مرونة الاقتصاد الجزائري، وقدرته على مواجهة الصدمات الخارجية¹، غير أن إدارة الاحتياطي في الجزائر تتأثر بأسعار النفط، التي تعتبر عاملاً حاسماً في حجم الاحتياطي، بالإضافة إلى الأزمات الاقتصادية والتغيرات في السياسة النقدية العالمية، والتقلبات المستمرة في أسعار الصرف، وعلاوة على ذلك المخاطر الجيوسياسية التي تؤثر على استقرار الأسواق المالية، ومن هنا يمكن القول؛ إن إدارة الاحتياطي في الجزائر عملية معقدة، تتطلب اتخاذ قرارات استراتيجية مدروسة من قبل البنك المركزي الجزائري²، لتعظيم قيمة الاحتياطيات ضمن الحدود المعقولة للمخاطرة، والوصول إلى التوازن بين تحقيق العوائد والاستقرار المالي، مع الأخذ بعين الاعتبار التحديات التي تواجه الاقتصاد الجزائري.

ثانياً- استراتيجية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من قبل البنك المركزي

1- بنك الجزائر ومديرية إدارة الأصول الخارجية: القانون "09-23" يمنح الصلاحية الكاملة لإدارة وتسيير احتياطي الصرف الأجنبي، ويتيح له القيام بمجموعة واسعة من العمليات المتعلقة بالاحتياطي، بما في ذلك

¹ هدى بوحنيك، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010م، ص8.

² محمد جعفر هني، متطلبات إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية -دراسة حالة بنك الجزائر، مجلة ملفات في الاقتصاد والتسيير، العدد السابع، وجدة، المغرب، مارس 2019م، ص27.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

الاستثمار والتحوط والتدخل في سوق الصرف الأجنبي¹، بالكيفية التي يراها مناسبة للتأثير بشكل مباشر على السياسة النقدية، وتتولى مديرية إدارة الأصول الخارجية هذه العمليات.

أ- **صلاحيات بنك الجزائر في تسيير احتياطي الصرف:** الصلاحيات الممنوحة لبنك الجزائر في إدارة وتسيير احتياطات الصرف الأجنبي، تشمل مجموعة متنوعة من العمليات المالية، مثل الشراء والبيع والاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، وإدارة الأرصدة بالعملات الأجنبية، والاقتراض من الأسواق المالية الدولية؛ وتهدف هذه الصلاحيات إلى تمكين البنك المركزي من تحقيق أقصى استفادة من هذه الاحتياطات، من خلال استثمارها بطريقة آمنة تحقق عوائد مستهدفة، وتساهم في دعم الاقتصاد الوطني، كما تتيح للبنك التدخل في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على استقرار سعر الصرف، وحماية القوة الشرائية للعملة الوطنية، كما يتم تحديد الإطار العام لسياسات وإجراءات إدارة الاحتياطات، من قبل مجلس النقد والقرض، بينما تتولى مديرية إدارة الأصول الخارجية مهمة التنفيذ الفعلي لهذه السياسات "External Asset Management"².

ب- **مديرية إدارة الأصول الخارجية:** وحدة متخصصة تابعة لمديرية العلاقات المالية، تتولى مسؤولية الإشراف المباشر على كافة العمليات المتعلقة بحركة النقد الأجنبي، تستقبل هذه المديرية جميع البيانات المتعلقة بحركة العملات الأجنبية، مما يجعلها بمثابة مركز معلومات حيوي، وتتمتع هذه الوحدة بعدة صلاحيات:

- إدارة مختلف أنواع الأصول، بما في ذلك الأوراق المالية، والأرصدة المصرفية، بهدف تحقيق أقصى عائد مع الحفاظ على مستوى مقبول من المخاطر.

- تسيير الصرف الخارجي بالإشراف على جميع العمليات المتعلقة بتحويل العملات الأجنبية، وضبط المعاملات الخارجية.

- إدارة سوق الصرف بين البنوك من خلال تنظيم وتسهيل عمليات التبادل النقدي بين البنوك.

2- **الإطار العام لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر:** تستند إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر إلى مجموعة من المؤشرات والمعايير الدولية، من أهمها نسبة الاحتياطات إلى الواردات، ونسبة الاحتياطات إلى

¹ القانون (09-23) المؤرخ في 3 ذي الحجة 1444هـ الموافق لـ 12 جوان 2023م يتضمن القانون النقدي والمصرفي، في العدد "43" من الجريدة الرسمية، ليوم 27 جوان 2023م، متاح على الرابط:

https://www.mf.gov.dz/images/pdf/reglementation/A2023043_montaire_et_bancaite_AR_1.pdf

² محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 219.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

الدين قصير الأجل، ونسبة الاحتياطيات إلى الكتلة النقدية، ومن خلال مراقبة هذه النسب، يسعى بنك الجزائر إلى تحديد مستوى الاحتياطيات الأمثل، الذي يكفي لتغطية التزامات الجزائر الخارجية.

أ- نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات: يشير هذا المقياس إلى عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطيات، والجدول الموالي يحتوي نسب المقياس في العقد الأخير في الجزائر.

جدول رقم: 4-4

مقياس احتياطي الصرف الأجنبي إلى الواردات (ديسمبر 2014 - ديسمبر 2023م)

(الوحدة مليار \$)

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
الاحتياطي	178,94	144,13	114,14	97,33	79,88	62,75	48,17	45,29	60,99	68,99
الواردات	59,67	52,65	49,44	48,98	48,57	44,63	35,55	37,47	38,89	38,76
شهور تغطية الواردات	36,0	32,9	27,7	23,8	19,7	16,9	16,3	14,5	18,8	21,4

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2018-2023م)، متاح على الموقع: <https://www.bank-of-algeria.dz>، تاريخ الاسترداد: 24 أكتوبر 2024م.

يتم حساب مقياس تغطية احتياطي الصرف الأجنبي للواردات، بقسمة قيمة الاحتياطي السنوي على المتوسط الشهري للواردات، حيث بلغ الذروة عام 2014م بـ 36 شهراً من الواردات من السلع والخدمات (خلال فترة الدراسة)، في وضع يتميز بمستوى متدني تاريخياً للدين الخارجي في الأجلين المتوسط والطويل (0,72% من إجمالي الناتج الداخلي)، وبعدم وجود أي ديون خارجية لشركات قطاع المحروقات، وسمح هذا المستوى من الاحتياطيات بالتخفيف من آثار الصدمة الكبيرة لأسعار النفط على الاقتصاد الوطني، ثم بدأ يتهاوى معدل تغطية الواردات سنة بعد سنة، لينخفض إلى 14 شهراً من الواردات من السلع والخدمات سنة 2021م، ليعود للتعافي عامي 2022م و2023م ليبلغ 19 شهراً و21 شهراً بالترتيب، ورغم الانخفاض في مخزون الأصول الاحتياطية، إلا أن مستواها بقي ملحوظاً ومرتفعاً، وخاصة أن مستوى الدين الخارجي على المدى المتوسط والطويل الأجل منخفض جداً بالنسب التالية: (0,72%/2015م) - (1,17%/2017م) - (0,99%/2018م) - (0,38%/2019م) - (0,99%/2020م) - (1,25%/2021م) - (0,90%/2022م) - (1%/2023م) من

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

إجمالي الناتج الداخلي، ويفسر المستوى الذي وصلت إليه هذه الاحتياطيات، مرونة الاقتصاد الوطني في مواجهة الانخفاض الحاد في أسعار النفط، الذي حدث اعتباراً من منتصف 2014م، ولهذا السبب فبالإضافة إلى الحفاظ الضروري على مستوى كافٍ، في شهور الاستيراد، وفقاً للممارسات الدولية الجيدة، ويصبح من الضروري إيلاء الأولوية لتخصيص احتياطيات النقد الأجنبي هذه، وبدرجة أكبر لتمويل واردات السلع والخدمات، التي تسهم في نمو الاستثمار الإنتاجي التجاري، في الصناعات التحويلية والخدمات المنتجة، الضمان الوحيد لتنويع الاقتصاد الوطني وزيادة الصادرات خارج المحروقات.

ب- نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى الدين الخارجي قصير الأجل: يشكل مؤشر تغطية احتياطي الصرف الأجنبي للديون قصيرة الأجل، مقياساً حاسماً لقدرة الاقتصاد الجزائري على الوفاء بالتزاماته الدولية الفورية، حيث يُقارن حجم الاحتياطي مقابل الديون مستحقة السداد خلال العام المقبل، ويعكس مدى قدرة الجزائر على تغطية أي عجز في ميزان المدفوعات بشكل فوري، ويوضح الجدول التالي تطور هذا المؤشر في الجزائر خلال العقد الأخير.

جدول رقم: 4-5

تغطية احتياطي الصرف الأجنبي إلى الدين قصير الأجل في الجزائر

(ديسمبر 2014 - ديسمبر 2023م) (الوحدة ملياري دولار)

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
الاحتياطي	178,94	144,13	114,14	97,33	79,88	62,75	48,17	45,29	60,99	68,99
د ق أ	1,975	1,823	1,986	2,096	2,319	2,264	1,784	1,597	1,744	1,913
معدل التغطية	90,6	79,1	57,5	46,4	34,4	27,7	27,0	28,4	35,0	36,1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2018-2023م)، متاح على الموقع:

<https://www.bank-of-algeria.dz>، تاريخ الاسترداد: 25 أكتوبر 2024م.

يشير المؤشر العادي لتغطية الاحتياطي للديون قصيرة الأجل عند مستوى "1"، كحد أدنى مقبول، مما يعني أن الاحتياطيات قادرة على سداد الديون المستحقة خلال العام الموالي، بينما تتمتع الجزائر بمؤشر مرتفع حسب معطيات الجدول السابق، مما يشير إلى أن الاحتياطي يفوق بكثير حاجاتها الفورية، هذه النسبة المرتفعة تعكس قوة الموقف المالي للجزائر، وتمنحها هامشاً واسعاً من الأمان في مواجهة الصدمات الاقتصادية الخارجية، كما تتيح لها القدرة على سداد جزء من ديونها متوسطة وطويلة الأجل إن وجدت.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

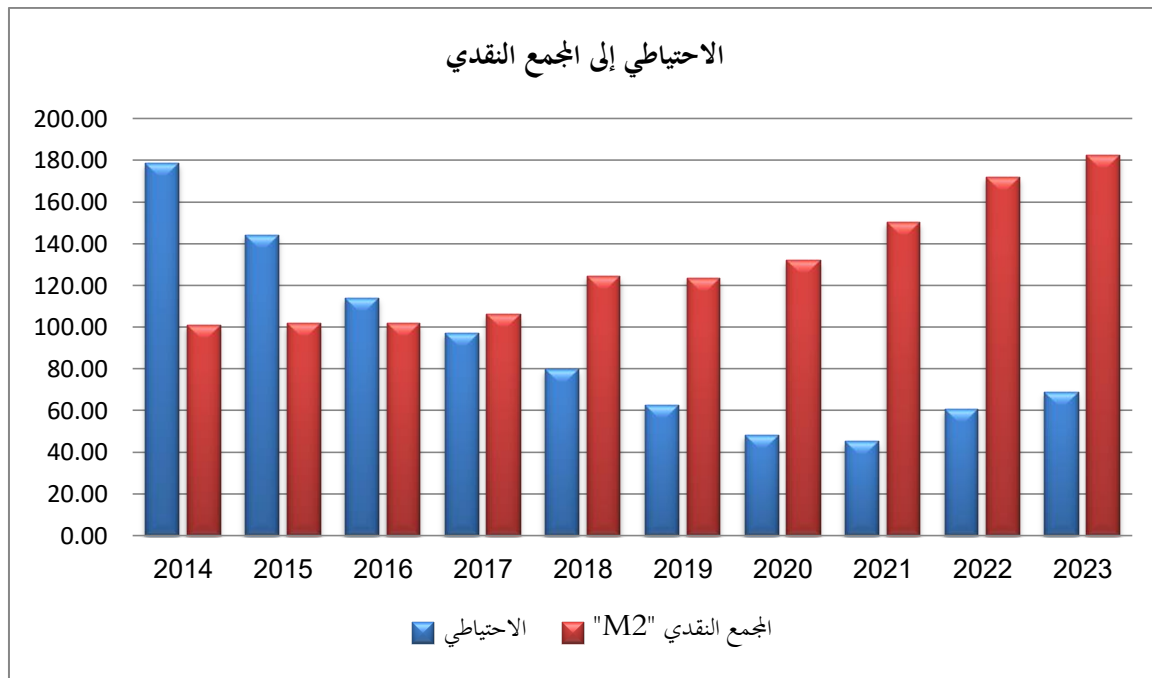
الصرف الأجنبي في الجزائر

ت- نسبة احتياطي الصرف الأجنبي إلى المجموع النقدي بمفهومه الواسع: إن تحليل تطور هذه النسبة، يساهم في تقييم الضغوط المحتملة على الاحتياطيات النقدية، باعتبار أن نسبة هروب رؤوس الأموال، يُعدّ مؤشراً حيوياً لصحة الاقتصاد، إذ تعكس درجة ثقة المستثمرين في استقرار العملة، وكفاءة النظام المصرفي، ويوضح الرسم البياني المرفق، التغيرات التي طرأت على هذا المؤشر في الجزائر خلال الفترة قيد الدراسة.

رسم بياني رقم: 4-12

تغطية احتياطي الصرف الأجنبي إلى المجموع النقدي بمفهومه الواسع في الجزائر

(جانفي 2014 - ديسمبر 2023م) (الوحدة مليار \$)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر (2014-2023م)، متاح على الموقع:

<https://www.bank-of-algeria.dz>، تاريخ الاسترداد: 25 أكتوبر 2024م.

تسبب الانخفاض الحاد في أسعار البترول، الذي بدأ سنة 2015م واستمر في 2016م، في حدوث عجوزات كبيرة في الرصيد الاجمالي لميزان المدفوعات، عكس التقلص المعتبر للاحتياطي النقدي، الناجم عن هذه العجوزات، النمو الضعيف أو شبه المنعدم في المجموع النقدي (M2) في سنة 2016م (0,79%)، كما كان عليه الحال في 2015م (0,13%)، وخلافا لذلك، نمت الأرصدة النقدية وشبه النقدية (M2) بـ 8,3% في 2017م، و11,1% في 2018م، نجم هذا الارتفاع القوي في الودائع تحت الطلب على مستوى المصارف، ثم تقلص المجموع النقدي (M2) سنة 2019م بـ 0,8%، بسبب تراجع الودائع تحت الطلب للشركة الوطنية للمحروقات، ليعود

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

للاارتفاع بنسب 7,47%، 13,75%، 14,47%، 6,00% سنوات 2020م إلى 2023م بالترتيب، ويعود ذلك إلى الزيادة الحادة في الودائع تحت الطلب على مستوى المصارف.

في حين - كما تطرقنا سابقا - الانخفاض المستمر في الاحتياطي يقابله الارتفاع المستمر في المجموع النقدي (M2)، الذي يشير إلى زيادة المعروض النقدي في الاقتصاد الجزائري، ما يفسر وجود علاقة معقدة وغير متناسقة بين الاحتياطي والمجموع النقدي بمفهومه الواسع، وبالتالي فإن العوامل المؤثرة فيهما تتجاوزهما إلى عوامل مرتبطة بسياسات نقدية توسعية، وتدفقات رأس المال، والطلب على النقد.

ثالثا - استراتيجية إدارة الذهب النقدي من قبل البنك المركزي

وفقاً للقانون "09-23" فإن ملكية احتياطي الذهب تعود للدولة، ويتمتع البنك بالمرونة الكاملة في التعامل معه من خلال عمليات الشراء والبيع والاقتراض والرهن، سواء كانت نقدية أو آجلة، كما يمكنه استخدام أرصده الذهبية كضمان لتسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل لتمويل الدين العام الخارجي، وذلك بعد استشارة مجلس النقد والقرض وإخطار رئيس الجمهورية بذلك، وهكذا يصبح للبنك المركزي مرونة كبيرة في إدارة هذا الأصل الاستراتيجي، وتتيح له استخدامه كأداة لتحقيق أهداف السياسة النقدية، وتعزيز استقرار النظام المالي¹، والجدول الموالي يوضح نسبة الذهب إلى الاحتياطي.

جدول رقم: 4-6

نسبة الذهب إلى احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر (جانفي 2014 - ديسمبر 2023م)

(الوحدة %)

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
نسبة احتياطي الذهب إلى إجمالي الاحتياطي	6,47	8,03	10,14	11,89	14,49	18,45	24,02	25,56	18,97	16,77

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: - التقارير السنوية لبنك الجزائر (2014-2023م)، متاح على الموقع:

<https://www.bank-of-algeria.dz>، تاريخ الاسترداد: 26 أكتوبر 2024م.

- موقع "TRADING ECONOMICS"، الجزائر - احتياطات الذهب، متاح على الرابط:

<https://ar.tradingeconomics.com/algeria/gold-reserves>، تاريخ الاسترداد: 26 أكتوبر 2024م.

¹ الأمر رقم 03-11، بشأن النقد والقرض، الكتاب الثالث "صلاحيات بنك الجزائر وعملياته"، الباب الأول، المادة 39، 26 أوت 2003م.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

تشير بيانات الجدول إلى اتجاه تصاعدي ملحوظ في نسبة احتياطي الذهب إلى إجمالي احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، خلال الفترة (2014-2021م)، هذا الارتفاع يعكس الاتجاه التنازلي للاحتياطي الإجمالي - كما رأينا سابقاً - من جهة، واعتماد استراتيجية واضحة من الدولة، لتنويع أصولها الاحتياطية، والتحوط ضد تقلبات أسعار الصرف، باعتبار الذهب ملاذ آمن واستثمار طويل الأجل.

المطلب الثالث: مقترح لتمويل مشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد الدولي بالشلف من أوجه إدارة الاحتياطي عن طريق الصكوك الإسلامية

إن النقص الحاد في البنية التحتية، وخاصة في قطاع النقل الجوي، يمثل تحدياً كبيراً للتنمية في الجزائر، ولتجاوز هذا التحدي يجب الاستثمار في تطوير مشروعات كبرى، مثل مشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد الدولي بالشلف، والذي يعاني من نقص في جوانب عديدة منها؛ المساحة، التجهيزات، والمرافق الأساسية والثانوية، ويمكن تحقيق ذلك من خلال الاستفادة من الصكوك الإسلامية، التي تعد وسيلة مبتكرة وفعالة لجذب الاستثمارات وتنويع مصادر التمويل، مما يساهم في تحقيق التنمية المستدامة للبلاد.

1- التعريف بمطار أبوبكر بلقايد بالشلف: تم إنشاء البنية التحتية للمطار الدولي وقاعة المسافرين عام 2006م، ويقع شمال عاصمة الولاية، على بعد 6 كم من بلدية الشلف، ويعتبر المطار منشأة حيوية تدعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالمنطقة، يتربع المطار على مساحة تبلغ 2400,24 كم²، ويحتوي على قاعة شرف على شكل هرم، ومهبط طائرات بطول 3400 متراً وعرض 45 متراً، مساحة قاعة الجمهور: 353,71 م²، مساحة منطقة التسجيل: 117,00 م²، عدد مكاتب التسجيل: 04، عدد قاعات الصعود إلى الطائرة: 02، المساحة: 276,48 م²، عدد قاعات الوصول: 01، المساحة: 329,61 م² موقف السيارات: 164 موقفاً، منها 04 مخصصة لذوي الاحتياجات الخاصة قاعة الشرف (الرئاسية)، بالإضافة إلى أربعة مواقف للطائرات تستوعب ناقلات كبيرة ومتوسطة الحجم، وعلاوة على ذلك، تم تجهيز المنصة بوحدة فنية ووحدة "SSIS"، وبرج تحكم ومحطة طقس ومحطة كهربائية، تتسع ساحة الانتظار الزوار لـ 160 مركبة، كما يتضمن في الجزء الجنوبي منه قاعدة للقوات الجوية الجزائرية حيث يتمركز الفوج السادس من مروحيات المناورة، وتسير شؤون المطار من قبل مؤسسة إدارة الخدمة الجوية في الجزائر. (Alger EGSA).

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

2- المشاكل التي يعاني منها مطار أوبكر بلقايد وأهم الحلول المقترحة: لعلّ من بين أهم المشاكل والنقائص

التي يعاني منها المطار محل الدراسة ما يلي:

- صغر المساحة الإجمالية للمطار مقارنة بالمطارات الأخرى.
- نقص في عدد المحطات؛ حيث يعاني المطار من نقص في عدد المحطات المخصصة للرحلات الجوية، مما يؤثر على سعة الاستيعاب.
- قلة المدرجات المخصصة لإقلاع وهبوط الطائرات وحجمها صغير، مما يحد من استقبال الطائرات الكبيرة.
- ضعف القدرة الاستيعابية للمسافرين، بسبب محدودية المرافق والخدمات.
- غياب الرحلات الموسمية؛ فالمطار يعاني من نقص في الرحلات الموسمية، مثل رحلات الحج والعمرة، مما يحد من دوره في خدمة الحجاج والمعتمرين.
- نقص المرافق والخدمات الأساسية؛ مثل المحلات التجارية، المقاهي، ومحطات الصيانة، مما يؤثر على جودة الخدمات المقدمة للمسافرين.

3- مقترحات لتطوير المطار:

- توسعة وتحديث مبنى المسافرين بزيادة مساحة المبنى الإجمالية إلى 5400 م².
- تطوير مركز إدارة العمليات الطائرة (CDOU).
- رفع الطاقة الاستيعابية للمسافرين، بزيادة الطاقة الاستيعابية للمطار من 123 ألف مسافر إلى مليون مسافر سنوياً.
- تحديث وتطوير الإنارة المحيطية.
- تنويع الوجهات بإضافة رحلات خارجية، خاصة خلال موسم الحج والعمرة، لتسهيل سفر الحجاج والمعتمرين، وتقليل الضغط على مطار الجزائر العاصمة.
- إعادة تهيئة وتحديد المرافق بتوفير مرافق حديثة ومتكاملة، تشمل المحلات التجارية، المطاعم، مركزاً طبياً، ومجمعاً للتزويد بالوقود.
- تحسين البنية التحتية بتحديث الطرق المؤدية إلى المطار، وقاعات الانتظار، وفق أحدث المعايير العالمية.
- إنشاء فندق تابع للمطار، لتسهيل حركة المسافرين وزيادة الإيرادات.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- ومن التأثيرات المتوقعة لهذه المقترحات هو تحسين الخدمات المقدمة للمسافرين وتلبية احتياجاتهم المتزايدة، بالإضافة إلى تحقيق إيرادات إضافية، من خلال زيادة عدد المسافرين وتنويع الخدمات المقدمة، فضلاً عن تعزيز التنمية الاقتصادية المحلية، بواسطة خلق فرص عمل جديدة، وتحفيز النشاط الاقتصادي في المنطقة، وعلاوة على ذلك، تقوية مكانة الجزائر في قطاع النقل الجوي كوجهة سياحية ومركز نقل إقليمي.

ولتحقيق التحول المنشود في المطار، يتطلب الأمر تنفيذ خطة تطوير شاملة، تستغرق سنوات عدة، وتتطلب استثمارات كبيرة، وتشير التقديرات الأولية إلى أن المشروع قد يكلف حوالي 4 مليار دينار جزائري، وفي هذا السياق، يمكن للصكوك الإسلامية أن تساهم بشكل فعال في تمويل هذا المشروع الطموح، وذلك من خلال جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

4- صيغة الصكوك المقترحة لتطوير وتوسعة مطار أبوبكر بلقايد بالشلف: في إطار دراسة حالة المطار، تم تطوير نموذج تمويلي مبتكر يهدف إلى توفير الموارد اللازمة لتوسعة وتطوير هذا المطار الحيوي، ويتضمن هذا النموذج إصدار ثلاثة أنواع من الصكوك الإسلامية لتلبية الاحتياجات التمويلية للمشروع، وتمثل في:

أ- صكوك المشاركة المتناقصة.

ب- صكوك الاستصناع.

ت- صكوك الإجارة المنتهية بالتملك.

حيث سيتم تخصيص كل نوع من الصكوك لتمويل جانب محدد من المشروع، مما يضمن كفاءة استخدام الموارد وتوزيع المخاطر، وسيتم شرح آليات عمل هذه الصكوك وهيكلتها بالتفصيل كما يلي:

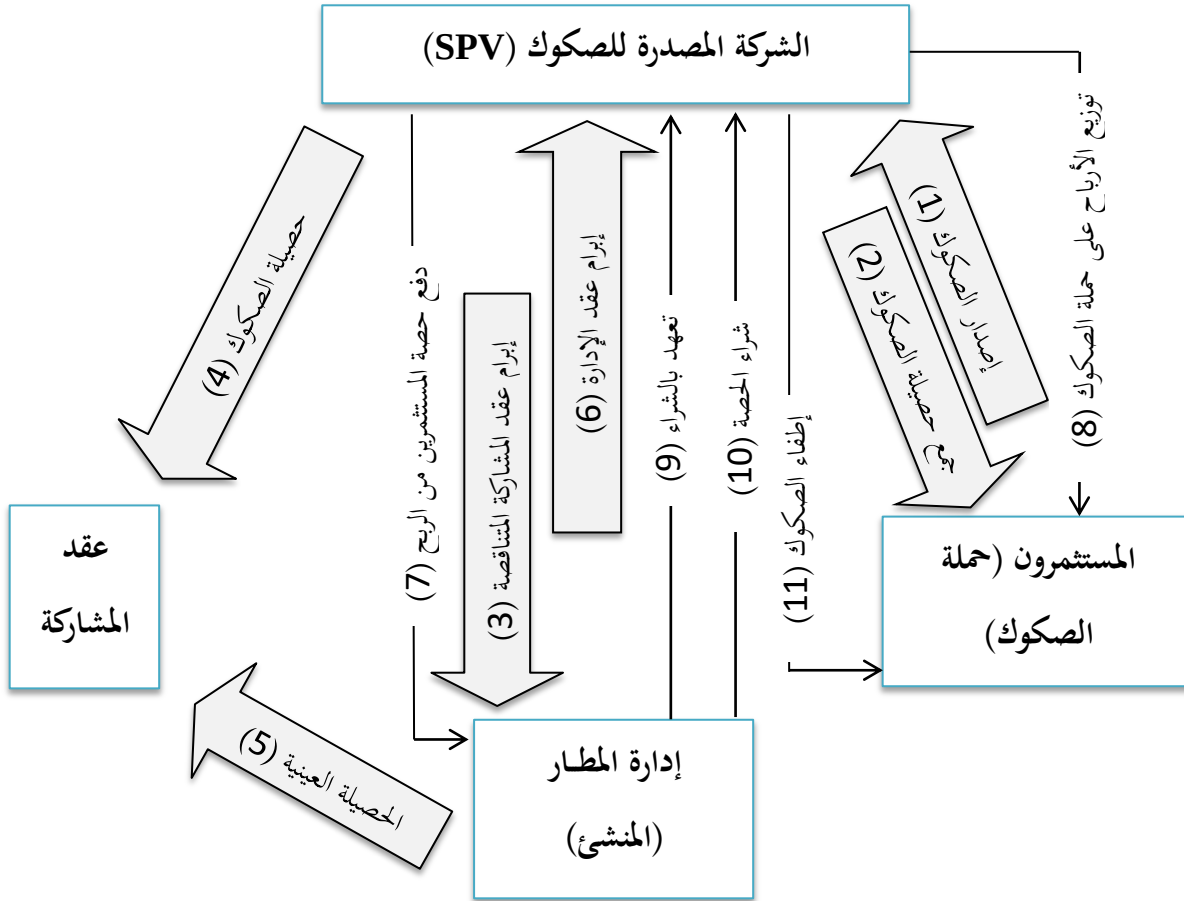
أ- تمويل المشروع باستخدام صكوك المشاركة المتناقصة: سبق وأن تطرقنا إلى مفهوم صكوك المشاركة، إلا أنه في الجانب التطبيقي تناولت دراستنا صكوك المشاركة المتناقصة، أو كما يصطلح عليها بـ "صكوك المشاركة المنتهية بالتملك"، حيث تتمثل الآلية الأساسية لهذه الصكوك، في قيام مصدر الصكوك بشراء حصص حملة الصكوك تدريجيًا، على مدار فترة محددة، حتى يتم استرداد القيمة الاسمية للصكوك بالكامل مع الأرباح المتحققة، ويمكن أيضًا تحديد تاريخ محدد لاستحقاق القيمة الاسمية للصكوك، مع توزيع الأرباح على حملة الصكوك في ذلك التاريخ، مما يؤدي إلى انتهاء المشروع وامتلاك مصدر الصكوك للأصل الممول، وتتمثل آلية تطبيق صكوك المشاركة المتناقصة، في سلسلة من الخطوات المترابطة، تهدف إلى تمويل مشروع المطار، ويمكن تلخيص هذه الآلية على النحو التالي:

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- إصدار الصكوك: تقوم الجهة الممولة (SPV) بإصدار صكوك مشاركة متناقصة، وهي بمثابة أوراق مالية تمثل حصة في مشروع محدد، في هذه الحالة إدارة المطار (الجهة المحتاجة للتمويل)، والتي تتولى مسؤولية سداد العوائد أو التزامات الصكوك وفق هذه الهيكلية.
- المكتتبون: يتم طرح هذه الصكوك للاكتتاب العام أو الخاص، من قبل المستثمرين الراغبين بالمشاركة في تمويل المشروع، ويحصلون لاحقًا على حصة من الأرباح أو العوائد الناتجة عن المشروع (إن تحققت).
- عقد المشاركة عن طريق مدير المشاركة (SPV): يتم إبرام عقد مشاركة بين الجهة الممولة وإدارة المطار، يحدد فيه حقوق والتزامات كل جهة، بما في ذلك آلية تقاسم الأرباح والخسائر.
- توفير التمويل: تقوم الجهة الممولة بتوفير السيولة النقدية لإدارة المطار، من خلال حصيلة الاكتتاب في الصكوك.
- عقد المقابولة: يتم إبرام عقد إدارة بين الجهة الممولة وإدارة المطار، لتحديد كيفية إدارة المشروع واستثمار الأموال.
- توزيع العوائد: تقوم إدارة المطار بتوزيع جزء من الأرباح المحققة على حملة الصكوك، وفقًا لحصصهم.
- اتفاق الشراء: يتم إبرام اتفاق بين حملة الصكوك وإدارة المطار، يتعهد فيه الأخير بشراء الصكوك على مراحل زمنية محددة.
- إطفاء الصكوك: عند نهاية مدة الصكوك، تتم تصفية الهيكلية المالية، حيث تقوم إدارة المطار بشراء الصكوك تدريجيًا من حامليها، مما يؤدي إلى زيادة حصتها في المشروع، حتى يمتلكه بالكامل في نهاية المطاف؛ والرسم البياني التالي يلخص الهيكل التمويلي المقترح:

هيكلية صكوك المشاركة المتناقصة لمشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد بالشلف



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على خطوات الهيكلية.

ب- تمويل المشروع باستخدام صكوك الاستصناع: يمكن تلخيص آلية تمويل مشروع تطوير وتوسيع المطار

بإستخدام صكوك الاستصناع على النحو التالي:

- إصدار الصكوك: تقوم الجهة الممولة (SPV) بإصدار صكوك استصناع، وهي بمثابة أوراق مالية تمثل حقاً في الحصول على منتج أو خدمة محددة، في هذه الحالة تُصدرُ صكوك الاستصناع للجهة المحتاجة للتمويل (إدارة المطار).

- الاكتتاب: يتم طرح هذه الصكوك للاكتتاب العام أو الخاص من قبل المستثمرين الراغبين في تمويل المشروع،

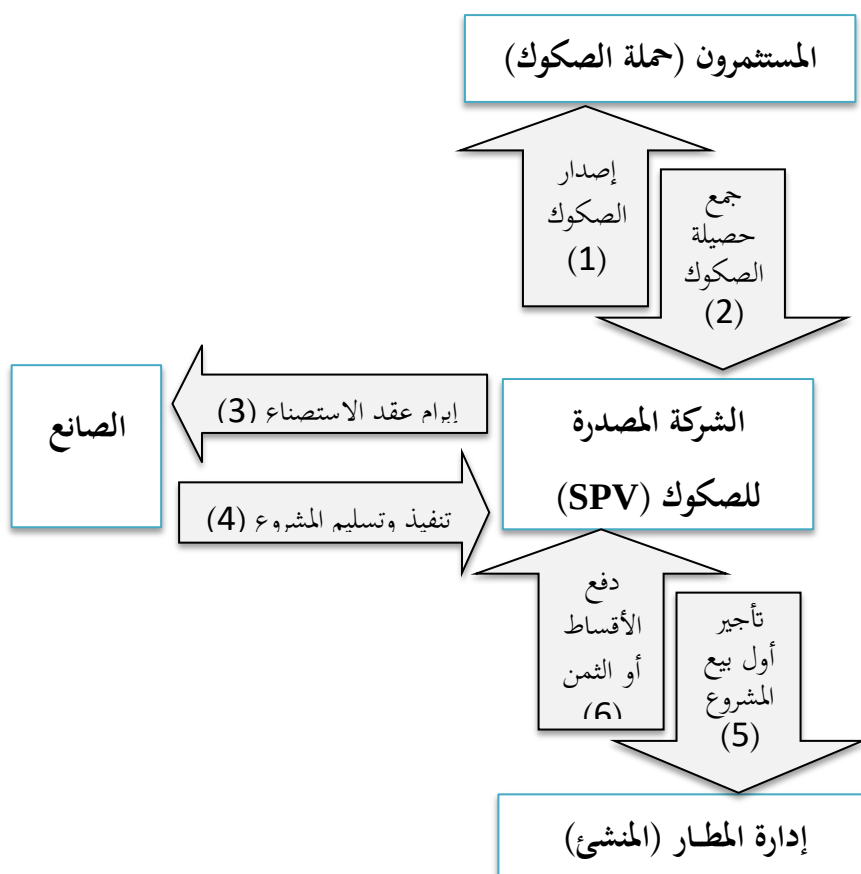
وبعد اكتمال عملية الاكتتاب، يتم جمع الأموال اللازمة لتنفيذ المشروع.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

- عقد الاستصناع: يتم إبرام عقد استصناع بين الجهة الممولة وإدارة المطار، يحدد فيه تفاصيل المشروع، والمواصفات الفنية، والجدول الزمني للتنفيذ، وكافة الشروط الأخرى المتعلقة بالمشروع.
- التعاقد مع المقاول: تقوم الجهة الممولة بالتعاقد مع مقاول متخصص لتنفيذ المشروع وفقاً لشروط العقد.
- تسليم المشروع: بعد اكتمال المشروع، يتم تسليمه إلى إدارة المطار.
- مرحلة التشغيل: يمكن اتباع إحدى الخيارين، إما البيع المباشر؛ حيث يتم بيع المطار مباشرة لإدارة المطار، أو عن طريق الإجارة المنتهية بالتملك: يتم تأجير المطار لإدارة المطار لفترة محددة، مع خيار الشراء في نهاية الفترة، وخلال فترة الإيجار، يتم دفع عائد دوري لحملة الصكوك، وهذا ما سنتطرق إليه في الصيغة الثالثة.
- سداد قيمة الصكوك: تقوم إدارة المطار بسداد قيمة الصكوك للجهة الممولة على شكل أقساط أو دفعة واحدة، وذلك حسب الشروط المتفق عليها في عقد الاستصناع، وبمرور الوقت، تنتقل ملكية المطار بالكامل إلى إدارة المطار، والرسم البياني التالي يوضح الهيكل التمويلي المقترح لصكوك الاستصناع.

رسم بياني رقم: 4-14

هيكلية صكوك الاستصناع لمشروع توسيع مطار أبوبكر بلقايد بالشلف



الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على خطوات الهيكلية.

ت- تمويل المشروع باستخدام صكوك الإجارة المنتهية بالتملك: تتمثل آلية العمل على النحو التالي:

- طلب التمويل: تتقدم إدارة المطار بطلب تمويل إلى مؤسسة مالية إسلامية (SPV)، لتمويل مشروع التوسعة باستخدام صكوك الإجارة المنتهية بالتملك.

- إصدار الصكوك وتقييم الأصول: تقوم (SPV) بتحديد القيمة السوقية لأرض المطار المراد توسعتها، وإصدار صكوك إجارة تعكس هذه القيمة.

- الاكتتاب: تطرح (SPV) الصكوك للاكتتاب العام أو الخاص، حيث يشتري المستثمرون هذه الصكوك، مما يوفر السيولة اللازمة لتمويل المشروع، تنتقل ملكية الأرض إلى حملة الصكوك، ومن ثم يتم نقل حصيلة الاكتتاب إلى إدارة المطار (المنشئ).

- عقد الإجارة: تبرم (SPV) عقد إجارة مع إدارة المطار، حيث تستأجر إدارة المطار الأرض من حملة الصكوك لمدة محددة.

- التزامات الأطراف:

* إدارة المطار: تتولى إدارة المطار مسؤولية تشغيل وصيانة المطار، وتدفع إيجارًا دوريًا لحملة الصكوك.

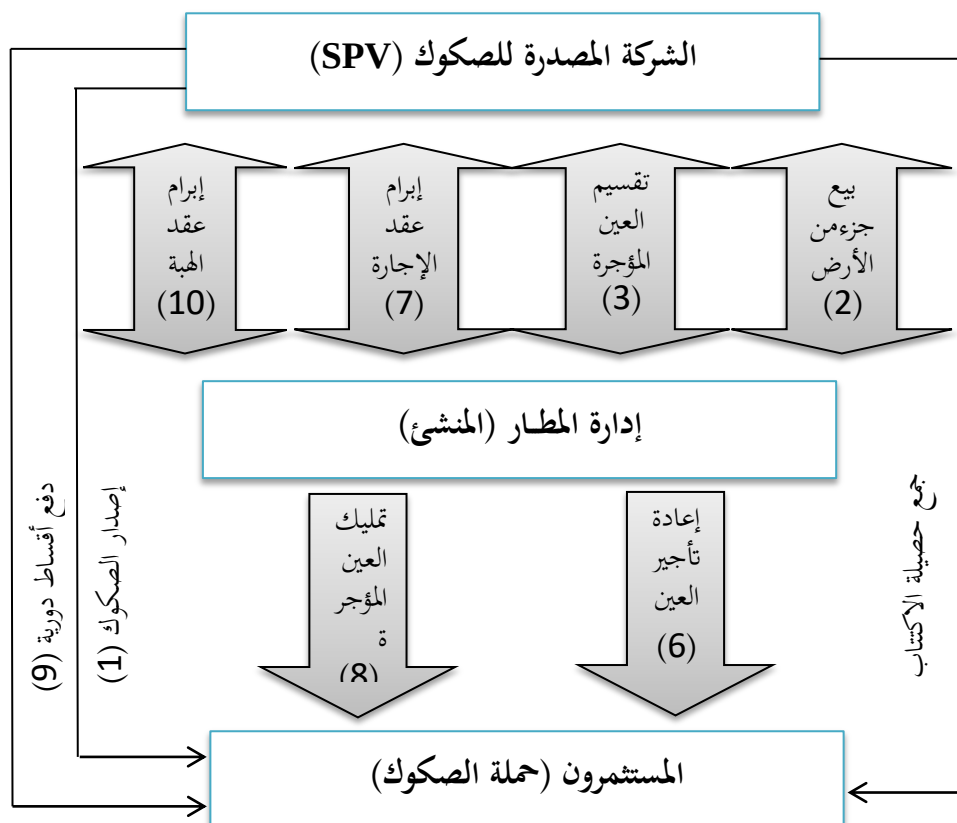
* حملة الصكوك: يتحمل حملة الصكوك مسؤولية التأمين على الأرض، وفي نهاية مدة الإجارة، يصبحون ملاكًا للأرض.

* نقل الملكية: بعد انتهاء مدة الإجارة، وبشرط سداد جميع الأقساط، يتم نقل ملكية الأرض من حملة الصكوك إلى إدارة المطار، والرسم البياني الموالي يوضح الهيكل التمويلي المقترح لصكوك الإجارة.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر

رسم بياني رقم: 4-15

هيكلية صكوك الإجارة المنتهية بالتملك لمشروع توسيع مطار أوبكر بلقايد بالشلف



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على خطوات الهيكلية.

مع العلم أن صيغ الصكوك الثلاثة المقترحة (صكوك المشاركة المتناقصة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة المنتهية بالتملك)، تشترك في ذات الأطراف، وهي موضحة كما يلي:

* **الجهة المستفيدة "المنشئ" Originator**: الكيان الاقتصادي الذي يمتلك الأصول، ويحتاج للتمويل لتنفيذ المشروع، ويتمثل في إدارة المطار.

* **الجهة الممولة "مصدر الصكوك" Issuer**: ويتمثل في المؤسسة المالية الإسلامية أو (SPV) المرخصة للإصدار والتوزيع على المستثمرين، وتتمثل في شركة استثمارية إسلامية أو بنك إسلامي.

* **المستثمرون "حملة الصكوك" Sukuk Holders**: وهم الأفراد أول المؤسسات الذين يشترون الصكوك.

* **المقاول "الصانع" Contractor**: هو الكيان الذي يتفق مع مصدر الصكوك بتنفيذ المشروع.

ومن المزايا الرئيسية لتمويل مشروع تطوير وتوسعة المطار بهذه الصكوك الإسلامية، هو أولاً وبلا شك التوافق مع الأحكام الشرعية، كونها أداة تمويل إسلامية، مما يجعلها خياراً جذاباً للمستثمرين في المشروع، بالإضافة إلى أن توزيع الأرباح والخسائر يعتمد على أداء المشروع، ومشاركة جميع الأطراف في تحمّل المخاطر (جهة التمويل، المقاول، إدارة المطار)، مما يشجع على إدارة فعالة للمشروع لزيادة ربحية، فضلاً تحويل الدين إلى ملكية، عوض التعامل بالقروض، مع مرور الوقت، تتحول حصة المستثمرين في المشروع إلى ملكية كاملة للمصدر، مما يقلل من عبء الدين على المشروع، ومن ناحية أخرى، يضمن عقد الاستصناع حصول المستثمر على المنتج النهائي، وفقاً للمواصفات المحددة في العقد، ليس هذا فقط بل ضمان ملكية الأصل، مما يضمن الهدف النهائي من المشروع، دون أن ننسى المرونة التي تتمتع بها هياكل هذه الصكوك، للتناسب مع نوع المشروع (أداة تمويل مرنة وملائمة)، وعلاوة على ذلك، فإن صيغة التمويل هذه تدعم الاقتصاد الوطني، من خلال جذب الاستثمارات الأجنبية؛ حيث يمكن لهذه الصكوك أن تجذب استثمارات أجنبية مباشرة، مما يساهم في زيادة احتياطي الصرف الأجنبي للجزائر، وحتى تقليل الضغط على الموارد المحلية؛ من خلال توفير تمويل إضافي للمشروعات الاستراتيجية، ويمكن أيضاً للأرباح المتأتية من المشروع أن تساهم في تنويع مصادر الدخل القومي للجزائر (السياحة مثلاً)، من خلال نجاح مشروعات تمويلها بالصكوك، الأمر الذي يعزز ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الجزائري، مما يشجع على تدفق المزيد من الاستثمارات.

المطلب الرابع: آفاق إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر باستخدام الصكوك الإسلامية

لقد لعبت الصكوك دوراً بارزاً في تعزيز احتياطي الصرف الأجنبي في بعض الدول (ماليزيا والسعودية)، من خلال تمويل عدة مشروعات البنية التحتية، دون أن ننسى مساهمتها في تمويل الموازنات العامة، وحتى أنها وفّرت تمويلاً لاحتياجات القطاع الخاص، وتُعد التجارب الناجحة للدول التي سعت إلى ذلك، رسالة واضحة بأهمية اعتمادها من قبل الحكومة الجزائرية، فذلك يوفر للمستثمرين (حكومة ومؤسسات وأفراد) هامشاً أوسع في توظيف أموالهم وفقاً للضوابط الشرعية؛ ويعطي البنك المركزي مرونة في تسيير محفظة الاحتياطي، ومع ذلك، قد تجد الجزائر صعوبة في تحقيق ذلك¹، ويظهر هيكل إيرادات الجزائر الاعتماد الكبير على الموارد المتأتية من قطاع النفط، باعتبارها دولة ريعية بامتياز، هذا الاعتماد المبالغ على عائدات النفط والغاز في تمويل الموازنة العامة للدولة يطرح

¹ زين الدين طالم، آفاق الصكوك الإسلامية كأدوات تمويلية بديلة في السوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2021م-2022م، ص 215.

الصرف الأجنبي في الجزائر

تحديات كبيرة؛ لذا تظهر الحاجة إلى التنويع الاقتصادي، وإيجاد موارد بديلة أكثر استقرارًا، كالصكوك الإسلامية، فإصدارها من قبل الحكومة الجزائرية يمثل تغييرًا عميقًا في الهيكل التمويلي للدولة.

أولاً- تحديات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي باستخدام الصكوك الإسلامية في الجزائر

يعتبر الفهم الصحيح للواقع الحالي لسوق الصكوك الإسلامية، وإدراك التحديات الموجودة في الميدان، من الأمور المهمة في ميدان التمويل الإسلامي، إذ يؤدي إلى رفع التحدي لتجاوز العقبات، واتخاذ التدابير السليمة، ومن بين أهم التحديات التي تواجهها سوق الصكوك الإسلامية:

1- الشبهات الشرعية: إن الصكوك الإسلامية، كباقي منتجات المالية الإسلامية، تواجه انتقادات بالغة التصدر من قبل بعض المتعاملين، حيث أن كثيرا منهم لا يكفون عن الالتزام الصارم بتفسير النصوص الشرعية، إذ يجعلون من الاختلافات الفقهية في شرح بعض النقاط، مصدرا لتحريم الصكوك الإسلامية، هذا التفسير المتشدد يؤدي إلى ضرب الثقة بالصكوك الإسلامية بين المتعاملين والمستثمرين، مما ينعكس بالسلب على الإقبال عليها، كما قد يتسبب في انخفاض الأرباح المتوقعة أو تسجيل الخسائر، ومع ذلك، يجب النظر إلى هذه الانتقادات بموضوعية وتجنب المبالغة فيها، ويقع على عاتق المؤسسات المالية الإسلامية والهيئات الشرعية مسؤولية تطوير هياكل الصكوك بما يتوافق مع المقاصد الشرعية ويعزز الثقة في هذه الأداة التمويلية الإسلامية.

2- التحديات القانونية: تنشأ التحديات القانونية بوجود قصور في النصوص الوضعية مقارنة مع النصوص الشرعية، مما يزيد طريقة العمل صعبة معقدة في المؤسسات المالية الإسلامية، وكذلك مع التزام المصارف الإسلامية بقوانين البنك المركزي من جهة الاحتياطي القانوني، وكذلك قوانين الدولة فيما يخص الضرائب على الدخل، والمبيعات والجمارك وغيرها، بالإضافة إلى قوانين السجل التجاري وضمان العائد.. وغيرها¹.

3- التصنيف الائتماني ومشورة المؤسسات المالية الدولية: لا بد من التصنيف الائتماني للصكوك الإسلامية قبل إصدارها، من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك استشارة المؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك، وبالتالي تضييع جزء من العوائد المتوقعة²، وعلاوة على ذلك،

¹ عبد العزيز قتال، سارة عزازية، صناعة الصكوك الإسلامية: واقع، تحديات ومقترحات، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد العاشر، العدد الأول، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، أوت 2020م، ص320.

² General Council for Islamic Banks and Financial Institutions, Sukuk, Available at the link: <https://www.cibafi.org/SearchResult?Search=sukuk>, Date of access: July 27, 2024.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

نجد في بعض الإصدارات نقص في الشفافية، لذلك يتم اللجوء إلى التصنيف الائتماني، بهدف تقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب عند الإصدار.

4- ضعف تكوين الموارد البشرية: تعاني المؤسسات المالية الإسلامية من نقص تكوين وتدريب الموارد البشرية في المعاملات الإسلامية، خاصة في مجال التداول بالأوراق المالية، بسبب عدم التكوين المتخصص في الجامعات والمعاهد، وهذا ما يسبب ضعف في هيكل وسيورة التداول في المصارف الإسلامية، وضعف جذب المتعاملين، وهذا ما يخلق مخاطر تشغيلية، ويعرقل نمو ونشاط تداول الصكوك الإسلامية.

5- تحديات استثمارية: هناك مجموعة من المؤسسات الصغيرة والناشئة لا تستطيع توفير الضمانات اللازمة للبنوك، من أجل الحصول على التمويل لمشروعاتها، بالإضافة إلى التداول في سوق الصكوك، ويرجع ذلك لمحدودية إيراداتها.

6- ارتفاع تكاليف الإصدار: تعيين مدير استثمار أو مدير صندوق، أو من يدير عملية الإصدار في شركة أو مؤسسة مالية أو بنك، يتولى الإصدار وإدارة عمليات الاكتتاب.. الخ، ويعتبر ذلك زيادة في التكلفة.

7- معوقات اقتصادية: تتسم أسعار الوحدة النقدية بالتذبذب، وذلك في ظل عدم تشجيع الحوافز الحكومية المتعلقة بإعفاء الرسوم والضرائب، بما في ذلك رسوم الطوابع على العقود والضرائب المفروضة على الأرباح.

8- تحديات تقنية: يعتمد تطور البنك على التقدم السريع في التقنيات، مما يفرض تحديات جديدة على استراتيجياته التطويرية، ويتعين على البنوك تقديم خدمات مصرفية مبتكرة وحديثة، تلبي احتياجات المستثمرين، وفي نفس الوقت الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

9- ضعف أسواق رأس المال: لا تزال الأسواق المتعلقة بالصكوك الإسلامية ضحلة، وينبغي أن يحسن القطاع نطاق ومدى تقدم فئات الأصول والخصوم، ويطور صكوكا مالية جديدة، وتقنية مالية تتيح للبنوك الإسلامية تنويع قوائم موازناتها.

ثانيا- متطلبات إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر باستخدام الصكوك الإسلامية على ضوء التجربتين السعودية والماليزية

إن طرح الصكوك الإسلامية في السوق الجزائري يتطلب عملاً مستمراً لضمان نجاح هذا الاتجاه، ويتطلب توسيع العمل بالمنتجات المالية الإسلامية وتفعيل جميع صيغ الصكوك، مما يعزز من قدرتها على تلبية احتياجات السوق الجزائري وتنويع مصادر التمويل؛ مما يحسن من إدارة احتياطي الصرف الأجنبي للبلاد على المدى الطويل،

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

ويعُدُّ اللجوء لطرح الصكوك الإسلامية لتمويل المشروعات العمومية وتعبئة المدخرات من بين الحلول المثلى-إذا تمت مراحل الإصدار بطريقة سليمة ومنظمة- لمواجهة مشكلة تذبذب المداخيل بسبب تقلب أسعار النفط¹.

ومن جهة أخرى، وُفِّقت كل من ماليزيا والسعودية -إلى حدٍّ كبير- في استخدام الصكوك الإسلامية لإعطاء مرونة في تسيير محفظة احتياطياتها، وتغطية جزء من الموازنة العامة، وعلى ضوء ذلك، يمكن اقتراح المتطلبات اللازمة التي تساعد في تبني الصكوك الإسلامية، للمساهمة في إدارة رشيدة لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر وفق ما يلي:

- يتعين تبني سياسة مرنة في إدراج الصكوك الإسلامية، من خلال إسقاط النموذج الماليزي المزدوج على حالة الجزائر.

- يُمكن إجراء تعديلات جوهرية على التشريعات المالية الحالية، هذه الخطوة ستشكل اللبنة الأولى لبناء سوق صكوك مزدهرة في الجزائر، ولتوضيح آليات إصدار الصكوك وتفصيلها، يمكن إصدار تعليمية تنظيمية تفصيلية تكمل التعديلات التشريعية، من جهة أخرى، يجب توسيع نطاق العقود المالية، لتشمل الصيغ الشرعية القائمة على المشاركة في الربح والخسارة، مثل المزارعة والمساواة والمغارسة، هذه الصيغ ليست غريبة عن النظام المالي، إذ تشبه في جوهرها مفهوم الأسهم، ولتسريع عملية اعتماد الصكوك الإسلامية وتجنب الإجراءات الروتينية، يمكن للحكومة اعتماد معيار رقم (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، كمرجع أساسي في تقييم وتصنيف الصكوك الإسلامية، هذا الإجراء سيختصر الوقت والجهد اللازمين لتطوير الإطار التنظيمي للصكوك.

- إن التعاون مع الهيئات الدولية المتخصصة في مجال التمويل الإسلامي، يعدّ خطوة استراتيجية، على غرار مذكرة التفاهم الموقعة بين بنك الجزائر وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في 30 ديسمبر 2021م، التي تمثل نموذجاً يحتذى به في هذا الصدد، من خلال تبادل الخبرات وبناء القدرات، ما يُمكن للجزائر الاستفادة من أفضل الممارسات العالمية في مجال الصكوك².

- البيئة السياسية المستقرة في البلد؛ تُشكّل ركيزة أساسية لنجاح الاستثمارات.

¹ فائزة بوشناف، نعيمة بارك، وهيبه بن داويدة، الصكوك الإسلامية كبداية لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد السابع عشرة، العدد السادس والعشرون، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2021م، ص260.

² سومية معمر شاوش، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة -الصكوك الإسلامية نموذجاً، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي مرسلبي عبد الله، تيبازة، الجزائر، 2022-2023م، ص260.

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

- إن فصل الملكية القانونية عن الملكية الانتفاعية في الصكوك، كما تنص عليه المادة (674) و(675) من القانون المدني، يكتسي أهمية بالغة، حيث أن هذا الفصل سيساهم في توضيح العلاقة بين أطراف العقد، وبالتالي تسهيل عمليات التداول والإدارة، مما ينعكس إيجاباً على كفاءة إدارة الاحتياطي الصرفي.
- إنشاء شركة ذات الغرض الخاص: يُقترح إدخال تعديلات تشريعية تسهل إنشاء شركات (SPV) في الجزائر، ويمكن تحقيق ذلك بإضافة فصل جديد إلى الكتاب الخامس من القانون التجاري، يُخصّص للشركات ذات الغرض الخاص، يُحدّد شروط إنشائها، آليات عملها، وإجراءات حلّها، نظراً إلى تشابه طبيعة عمل الشركات ذات الغرض الخاص بشركات التوريد، يمكن تكليف شركة الرهن العقاري (SRH) بدور رائد في هذا المجال، مع توسيع نطاق صلاحياتها لتشمل إصدار الصكوك وتداولها وإطفائها، وذلك من خلال تعديل المادة الثانية من القانون رقم (06-05)، المتعلق بتوريق القروض الرهنية.
- تتطلب رقابة البنك المركزي على المصارف الإسلامية آليات رقابية متخصصة، تراعي المحاذير الشرعية، ولضمان فعالية هذه الرقابة في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، يُقترح تعيين خبراء شرعيين وماليين مؤهلين لتقييم الأنظمة والقوانين الحالية، وتطويرها بما يتناسب مع طبيعة العمليات المصرفية الإسلامية.
- يتطلب القطاع المصرفي الإسلامي إطاراً مؤهلة، قادرة على إدارة الصكوك بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية، وعليه لابد من تدريب الإطار الحالية بسبب خبرتها في التمويل التقليدي فقط، وتوظيف خريجي المالية الإسلامية، ما يساهم في تطوير منتجات مالية إسلامية مبتكرة، تساهم بدورها في تنويع مصادر التمويل، وزيادة السيولة في الاقتصاد، هذا بدوره سيعزز من قدرة الجزائر على إدارة احتياطي الصرف الأجنبي بشكل أكثر فعالية، ويجعلها أقل تأثراً بصدمات الأسواق العالمية.
- يجب مراجعة شاملة للإطار القانوني الحاكم للتأمينات، فالقوانين الحالية - وإن كانت تسمح بتأمينات تكافلية بشكل محدود- إلا أنها لا تتوافق بشكل كامل مع مبادئ التأمين الإسلامي.
- فتح تداول الصكوك الإسلامية ببورصة الجزائر؛ عن طريق إصدار قانون متخصص ينظم إصدار وتداول الصكوك في بورصة الجزائر، وتمكين "لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)" من القيام بدورها الرقابي والإشرافي على عمليات الصكوك الإسلامية بشكل فعال.
- يمكن للسلطات الجزائرية في المرحلة الحالية، اتخاذ خطوات استباقية لتطبيق الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال تكييف القوانين والأنظمة المالية القائمة مع المبادئ التي تقوم عليها الصكوك، ويمكن تحقيق ذلك عبر

الفصل الرابع تجارب دولية لاستشراف استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي

الصرف الأجنبي في الجزائر

إصدار تعليمات، ومنشورات تنظيمية واضحة، تحدد الإطار العام لتطبيق هذه الأداة، مع الأخذ برأي الهيئات الشرعية المختصة.

- رغم الاعتراف بالمنتجات الإسلامية من خلال التنظيم 18-02 المؤرخ في 04 نوفمبر 2018م، والمتضمن أسس الصيرفة التشاركية في المصارف والمؤسسات المالية، ثم تحديد قواعد الصيرفة الإسلامية وشروط ممارستها في التنظيم 20-02 المؤرخ في 15 مارس 2020م، أين تم استبداله بالنظام الذي سبقه، وتم الإشارة بشكل مباشر إلى مصطلح "الصيرفة الإسلامية" عوض مصطلح "الصيرفة التشاركية"، إلا أن هذا غير كافٍ، لذا لابد من إضفاء الطابع المؤسسي على سوق الصكوك.

خلاصة الفصل:

بشكل عام، يمكن القول أن استخدام الصكوك الإسلامية في ماليزيا، قد حقق نجاحًا ملحوظًا في تخفيف الاعتماد على احتياطي الصرف الأجنبي ضمن تمويل الحكومة، إلى جانب تعزيز مكانة ماليزيا كمركز مالي إسلامي عالمي رائد، ومع استمرار النمو في إصدارات الصكوك، فإن مساهمتها في تمويل الحكومة ستزداد مستقبلاً، وفي نفس السياق فإن تمويل المشروعات (كمشروع المطار السعودي) بالصكوك الإسلامية، يعدّ خطوة استراتيجية نحو تنويع مصادر التمويل في السعودية، حيث ساهم في تقليل الاعتماد على الموارد النفطية والسياحية، فضلاً عن جذب الاستثمارات وتعزيز مرونة الاقتصاد، ويعتبر هذا النموذج خطوة مهمة نحو تحقيق أهداف رؤية 2030، ودعمًا هامًا لنموذج التمويل الإسلامي بصفة عامة.

ومن ناحية أخرى، أبرز التحليل في هذه الدراسة الاستشرافية، أن هناك إمكانية كبيرة في نقل التجربتين الماليزية والسعودية إلى الجزائر، في سياق إنجاح تطبيق الصكوك الإسلامية في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، وتؤكد على أن هذه الاستراتيجية تتطلب جهودًا متضافرة، لبناء نظام مالي إسلامي متكامل، ومن أبرز النقاط التي تم التطرق إليها تشمل الأهداف الاستراتيجية للصكوك التي تتجاوز دورها التمويلي، بل تشمل تحقيق التنمية المستدامة، غير أنها تتطلب تبني خطة مرنة ومتدرجة لتطبيقها، من خلال تعديل التشريعات المالية الحالية، وتكوين كفاءات بشرية بالتعاون مع الهيئات الدولية المختصة.

خاتمة

في سياق تحليل شامل للتحويلات المالية الحديثة، تناولت هذه الدراسة بعمق، كل الأبعاد النظرية المتعلقة بمتغيري احتياطي الصرف الأجنبي والصكوك الإسلامية، ومن أجل تحديد متطلبات إصدار وتطبيق لهذه الأخيرة في الاقتصاد الجزائري - كصياغة استراتيجية حديثة - للاستفادة من مختلف مزاياها المالية المبتكرة، في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، من خلال التعرف على هذه الأداة، وتوافقها مع الأحكام الشرعية، ولتوضيح ذلك تمّ التعرّض بالتحليل إلى تطور الصكوك الإسلامية عالمياً، وقد صاحب هذا التفصيل محاولة إبراز دورها كإحدى أكثر الأدوات المالية فاعلية وكفاءة في تعبئة الموارد المالية، بدليل اتجاه عدد من البلدان لاستخدامها في توفير الموارد المالية، لتمويل بعض أوجه الإنفاق العام، ومن بين الدول المقصودة؛ تُعتبر ماليزيا والسعودية من التجارب الإسلامية الرائدة في هذا المجال، والجدير بالذكر أن حكومتي هذين البلدين توسّعتا -على غرار دول أخرى وبشكل متزايد- في استخدام آلية الصكوك الإسلامية بكل صيغها في السنوات الأخيرة، بهدف توفير التمويل اللازم وبمقايير كبيرة لمختلف الأغراض والمشروعات الحكومية، ليتم على إثرها استشراف سبل تهيئة بيئة مناسبة لدمج الصكوك الإسلامية كمورد له دور محوري، مما يعزّز حتمًا المرونة في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر.

وعلى الجانب الآخر؛ يقع على عاتق المسير الجزائري للاحتياطيات الأخذ بعدة مبادئ، ونذكر تحديدًا منها تقليل المخاطر، والتحوط من عدم الوفاء عند اختيار الأصول الاستثمارية، فضلاً عن ضمان سيولة الحافظة، مع مستوى مقبول من المخاطر، ويرجع كل هذا الاهتمام كنتيجة لبعض الممارسات الخاطئة، التي أدّت إلى استنزاف الاحتياطيات بشكل يشكّك في رشادة وحكمة القائمين عليها، حيث يتم الاحتفاظ بها في الخزينة لتلبية الالتزامات المالية ومتطلبات السيولة الدولية، ولا شكّ أن تحديد الاستقرار النقدي والمالي للدول بسبب تدهور احتياطي الصرف الأجنبي، دفع الحكومتين الماليزية والسعودية إلى التفكير وزيادة الدراسات التي تسعى إلى إيجاد حلول لهذا الانخفاض، وتبعًا لذلك تم اعتماد الصكوك الإسلامية لتمويل الاحتياطي، تفاديًا للآثار السلبية الناتجة عن استنزافه.

ومن أهم النتائج والاقتراحات المستخلصة من هذه الدراسة ما يلي:

أولاً- اختبار صحة الفرضيات

الفرضية الأولى: تتعلق بالمفهوم والتطور الذي مرّت به الصكوك الإسلامية إلى أن أصبحت وسيلة ناجعة للتمويل، حيث تعدّ منتجًا ماليًا أصيلاً غير تقليدي، وتمثل ملكية مشتركة في أصول حقيقية ومنافع، تحقق أرباحًا أو خسائر حسب الأداء، مع إمكانية تداولها بحرية وفق شروط العقد، ولقيت إقبالاً واسعاً عليها -حتى من قبل

الدول الغربية- التي توجّهت لإصدارها نظرًا لكفاءتها التمويلية، وتتميز بتنوعها في صيغ إصدارها، بحيث تخدم كل المجالات، وما لا شك فيه أنّ نجاح الصكوك الإسلامية يتوقف بشكل كبير على توقّر بنية مؤسسية قوية، ويتطلّب تنوّع المصدرين والمستثمرين، وأنّ العامل الحاسم يكمن في وجود إرادة سياسية حقيقية لإدماج الصكوك الإسلامية، وبالتالي تأكيد صحّة الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: تتم عملية تراكم الاحتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر من خلال صادرات النفط حسب حالة السوق، مما يعني أنه يتراكم بشكل كبير في فترات الازدهار، ويتقلص في فترات الانكماش، والمشكلة الرئيسية لحالة الاقتصاد في الجزائر هي أنه يتم تسيير الاحتياطي وفق تدابير آنية تناور بالاحتياطي، وأنّ العجوزات المسجلة تؤدي إلى استنزاف وتقليص حجم الاحتياطي، باعتبار الواردات من أهم بنود الإنفاق العام بالعملة الصعبة، مما يضعف موقف الدولة في مواجهة الأزمات والصدمات، وما سبق نقبل جزئيًا هذه الفرضية، كون الواردات تأتي في المرتبة الأولى تليها النفقات العامة.

الفرضية الثالثة: اتّسمت الأساليب التقليدية المستخدمة في إدارة الاحتياطي بعدم الكفاءة، بسبب الممارسات السلبية التي تعني غياب الشفافية، كونها تسعى لتحقيق أقصى نتيجة ممكنة، دون إيلاء أهمية لاستنزاف حجم الاحتياطي، في حين تخضع إدارة الاحتياطي في الاقتصاد الإسلامي لضوابط شرعية صارمة، وتمويل المشروعات التنموية باستخدام منتجات التصكيك الإسلامي، وتشمل هذه العملية تنوع محفظة الاستثمارات الأجنبية إلى عدة محافظ متخصصة، وفقًا لأهداف استخدامها، فضلًا عن جمع معلومات محينة عن جميع المتغيرات المؤثرة، وما سبق يمكن قبول الفرضية الثالثة.

الفرضية الرابعة: إن تطبيق ماليزيا والسعودية للصكوك الإسلامية، قد مكّن فعلاً من الاستفادة من هذه الأداة المالية في تمويل الإنفاق الاستثماري الضخم، دون اللجوء إلى التمويل من الاحتياطي، غير أن سوق الصكوك في ماليزيا واجهت تحديات حقيقية، أبرزها تحديات توافق الصكوك مع الأحكام الشرعية، وعلى صعيد السعودية وضمن رؤية 2030، فاق التمويل بالصكوك الإسلامية بشكل كبير التمويل التقليدي، أما التطبيق الاستراتيجي للصكوك الإسلامية في الجزائر، فيندرج ضمن تنوع محفظة احتياطي الصرف الأجنبي، بالاستناد إلى التجربتين السابقتين، ما يمكّن السلطات من تعزيز إدارة الاحتياطي، الذي هو مرهون بالدرجة الأولى بالإرادة السياسية، وشريطة توفير بيئة تنظيمية وقانونية تتماشى مع المعايير الدولية وأحكام الشريعة الإسلامية، مع مراعاة خصوصيات الاقتصاد الجزائري، هذه الفرضية هي فرضية صحيحة في جزء منها، ويبقى جزء الاستفادة من التجربتين الماليزية والسعودية حبيس الإرادة السياسية.

ثانياً- النتائج

بناءً على الدراسة التي أجريناها؛ توصلنا إلى النتائج الآتية:

- 1- يُعدّ إصدار الصكوك الإسلامية بديلاً شرعياً مبتكراً للسندات التقليدية، وحلاً استراتيجياً لتأمين استمرارية المشروعات الحيوية، محافظة على سيادتها للحكومة، وعلاوة على ذلك، يمكن استخدام صكوك الاستصناع والمراجعة والإجارة في تمويل مشروعات مختلفة، كإنشاء مشروعات الكهرباء والماء والغاز، وشراء مستلزمات المشروعات، ومشروعات قطاع الصحة والتعليم.
- 2- رغم المزايا الجمة التي تحققها الصكوك الإسلامية؛ إلا أنها عرضة لمجموعة من المخاطر، تشمل مخاطر مخالفة الأحكام الشرعية، ومخاطر متعلقة بالصناعة المالية والمصرفية، ومخاطر السوق.
- 3- استطاعت ماليزيا والسعودية بفضل سياستهما الحكيمة في تطبيق الصكوك الإسلامية، أن تحققا الريادة العالمية بدليل تصدرهما أرقام الصكوك الإسلامية في العالم، بمتوسط نسبة وصلت مجتمعة إلى 62,58%، في فترة الدراسة 2014-2023م.
- 4- قلّة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة، هذا الوضع يلقي بظلاله السلبية على تداول الصكوك الإسلامية -في حالة إصدارها- مما يعيق القدرة على الحصول على التمويل اللازم، وهذا ينعكس سلباً على حجم احتياطي الصرف الأجنبي، الذي يواجه ضغوطاً استنزافية لتعويض التمويل الضائع.
- 5- أظهرت الأدوات التقليدية قصوراً واضحاً في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي خاصة في فترات الأزمات والصدمات.
- 6- تهدف سياسة تكوين واستخدام احتياطي الصرف الأجنبي إلى دعم الثقة في السياسات النقدية، من خلال دعم الثقة في العملة المحلية، والتقليل من تأثير الصدمات الخارجية، وضمان توفير الاحتياجات الأساسية من الخارج.
- 7- يتولى بنك الجزائر، وفقاً لتوجيهات مجلس النقد والأرض، مسؤولية إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، ويمكن تأسيس البنك المركزي الإسلامي، والذي بدوره يسترشد بالمعيارين (01) و(57) الصادرين عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، لضمان توافق إدارة الاحتياطي مع الأحكام الشرعية.
- 8- تتأثر الواردات في الجزائر بشكل مباشر بمستوى احتياطي الصرف الأجنبي باعتباره مصدراً للواردات، مما يجعل الأخيرة عنصراً حاسماً في استنزاف الاحتياطيات المتراكمة، بالإضافة إلى الإنفاق العام والأزمات الاقتصادية، في

حين تمثل الصادرات النفطية المصدر الرئيسي لتراكم الاحتياطيات، وبذلك تشكّل تحدياً هيكلياً للاقتصاد الجزائري.

9- تتطلب الإدارة الرشيدة لاحتياطي الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي، تحقيق أقل التسربات لهذا المورد الحيوي، وسلامة الأصول وتوجيهها نحو الاستثمارات الحلال، مع تبني بدائل تمويلية شرعية.

ثالثاً- الاقتراحات

انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

1- يجب نشر ثقافة الصكوك الإسلامية وتعزيز الثقة بها، بتشجيع الاكتتاب فيها، مع ضمان توافقها مع الضوابط الشرعية، وتوجيه الاستثمارات نحوها، مع تحفيز الشركات الوطنية الكبرى على اعتمادها، لترسيخ ثقافة الاستثمار الإسلامي، وتحريك الأموال المكتنزة.

2- اعتماد المرحلة والتحول التدريجي نحو التمويل الصكوك الإسلامية، مع تطوير البيئة التشريعية، والاستثمار في الكفاءات المتخصصة، وإنشاء سوق مالي إسلامي مناسب، مع إجراء دراسات معمقة من قبل السلطات الجزائرية لتقييم جدوى الصكوك الإسلامية في سياقها الاقتصادي والشرعي، من خلال الاستفادة من التجربتين الماليزية والسعودية مع مراعاة خصوصية الاقتصاد الجزائري.

3- لا بد من تبني مرجعية شرعية موحدة على المستوى المحلي والإقليمي لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وأثناء إدارة احتياطي الصرف الأجنبي، وتكثيف البحوث والدراسات العلمية في مجال مساهمتها في تحسين التصرف في محافظ احتياطي الصرف الأجنبي.

4- ضرورة وجود المؤسسات الداعمة والمساندة للصكوك الإسلامية، كالبנק الإسلامية، وشركات التأمين التكافلي، وهيئات التحكيم المتخصصة، والتركيز على التكوين الأكاديمي والتدريب المهني لتجنب الوقوع في المحظورات الشرعية.

5- ضرورة الاستفادة من نماذج مشروعات ممولة بالصكوك الإسلامية، ونماذج مقترحة في الدراسات، لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، وتعزيز القطاع الزراعي لخفض فاتورة الاستيراد، والحد من استنزاف الاحتياطي، وتمويل المشروعات العقارية الكبرى، كمشروع وكالة عدل "AADL"، ومشروعات المؤسسة الوطنية للترقية العقارية؛ السكن الترقوي المدعم "LPA"، السكن الترقوي العمومي "LPP"، السكن الترقوي الحر "LPL"، إضافة إلى السكن الاجتماعي "LS".

6- يمكن تقديم حوافز ضريبية على الأرباح الناتجة عن عملية التصكيك، وإنشاء صندوق سيادي في الجزائر، يستثمر فيها، كما هو الحال بالنسبة لصندوق خزانة الماليزي، أو من خلال تكييف صندوق ضبط الإيرادات، أو إنشاء صندوق سيادي مشترك مع دولة أخرى.

7- لتحقيق استقرار احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر، يتوجب تنويع مصادر التمويل بالصكوك الإسلامية، وتقييد السحب منه، بتبني سياسات إنفاق رشيدة لتفادي الديون وتبعات تفاقم التضخم، كما يتوجب إصدار صكوك سيادية في الأسواق الدولية بالتنسيق مع الجهات المختصة، وإرفاق كل ما سبق ذكره بتعزيز الشفافية، من خلال نشر تقارير دورية عن الاستثمارات.

المراجع

I- المصادر

أولاً- القرآن.

ثانياً- الحديث.

II- المراجع باللغة العربية

أولاً- الكتب

- 1- إبراهيم ابن صالح العمر، النقود الائتمانية، دورها وآثارها في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار العاصمة للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 1993م.
- 2- ابن عابدين، حاشية ابن عابدين (رد المختار) ويليه قرّة عيون الأختيار وتقريرات الرافعي، تحقيق عادل أحمد عبد الموجود، علي مُحمّد معوض، الجزء الثامن، دار الفكر للطباعة والنشر، سوريا، 2000م.
- 3- ابن قيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر، 418/5.
- 4- ابن منظور، لسان العرب، المجلد العاشر، دار صادر للنشر، بيروت، لبنان.
- 5- أبي بكر مُحمّد ابن ابراهيم ابن المنذر، الإجماع، الطبعة الثانية، مكتبة الفرقان، مكتبة مكة الثقافية، الإمارات، 1999م.
- 6- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، الطبعة الأولى، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، والدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2012م.
- 7- أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الجليل، بيروت، لبنان، 1981م.
- 8- أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق: الطبعة الأولى، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، مصر، 2014م.
- 9- أحمد هني، العُلمة والنقود، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2006م.
- 10- الحاج أحمد، نظرية القرض في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008م.
- 11- آمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الأولى، مطبعة تونس قرطاج، تونس، 2017م.
- 12- بشر مُحمّد موفق لطفي، التداول الإلكتروني للعمليات طرقه الدولية وأحكامه الشرعية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008م.

- 13- حمزة مُحمَّد عبدالكريم حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008م.
- 14- خالد بن سعود بن عبد الله الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك، إصدارات المجموعة الشرعية (13) لمصرف الراجحي، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيلية، الرياض، السعودية، 2013م.
- 15- رفيق يونس المصري، فقه المعاملات المالية، الطبعة الثانية، دار القلم، دمشق، سوريا، 2007م.
- 16- سالم رشدي سيد، إدارة التمويل الدولي (أسسه ونظرياته)، دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015م.
- 17- سامي يوسف مُحمَّد كمال، واقع الصكوك المالية الإسلامية وتمويل التنمية في العالم الإسلامي، (د.ط)، القاهرة، مصر، 2020م.
- 18- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003م.
- 19- عامر مُحمَّد نزار جلعوط، فقه الموارد العامة لبيت المال، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، ديسمبر 2012م.
- 20- عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي كمدخل حديث، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م.
- 21- عبد الكريم جابر شنجار، التمويل الدولي، مدخل حديث، مؤسسة النبراس للطباعة والنشر، النجف الاشرف، العراق، 2005م.
- 22- عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية -دراسة تحليلية وتقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2003م.
- 23- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010م.
- 24- علي مُحمَّد سعود، عجاب صاحب، التمويل الدولي، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2002م.
- 25- علي محي الدين القرة داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار البشائر، بيروت، لبنان، 2007م.
- 26- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002م.

- 27- فارس مُجد زناطي، الصكوك الإسلامية: الإطار النظري والشرعي وكيفية التطبيق، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014م.
- 28- فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004م.
- 29- فهد بن بادي المرشدي، الصكوك، أحكامها وضوابطها وإشكالاتها، دراسة شرعية نقدية، المصرف الراجحي، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2014م، ص 220.
- 30- مجدي محمود شهاب، الاتجاهات الدولية لمواجهة أزمة الديون الخارجية بالتطبيق على بعض البلدان العربية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2009م.
- 31- محسن أحمد الخضيري، التمويل بدون نقود، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2001م.
- 32- مُجد أحمد الخضيري، اليورو الإطار الشامل والكامل للعملة الأوروبية الوحيدة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، مصر، 2002م.
- 33- مُجد اسماعيل، التجربة الماليزية مهاتير مُجد والصحة الاقتصادية، الطبعة الثانية، دار العربي، 2014م.
- 34- مُجد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمان يسري، "التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999م.
- 35- مُجد علي الصابوني، صفوة التفاسير، المجلد الثالث، الطبعة الأولى، دار الصابوني للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2009م.
- 36- مُجد علي القرني بن عيد، عرض لبعض مشكلات البنوك الإسلامية ومقترحات لمواجهتها، بحث ضمن كتاب قضايا معاصرة في النقود والبنوك، المساهمة في الشركات، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2003م.
- 37- محمود عبد الكريم إرشيد، المدخل الشامل إلى معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، الطبعة الثالثة، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014م.
- 38- محمود مُجد العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها ومبادئها وتطبيقها المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008م.
- 39- محمود مُجد المكاوي، أسس التمويل المصرفي الإسلامي بين المخاطرة والسيطرة، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2009م.

- 40- مركز التميز البحثي في فقه القضايا المعاصرة، الموسوعة الميسرة في فقه القضايا المعاصرة-القضايا المعاصرة في فقه المعاملات المالية، المجلد الأول، الطبعة الأولى، جامعة الإمام محمد سعود الإسلامية، الرياض، السعودية، 2014م.
- 41- مسعود محيطنة، دروس في المالية الدولية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017م.
- 42- مصطفى الحنّ، مصطفى البغا، علي الشّربجي، الفقه المنهجي على مذهب الإمام الشافعي، الطبعة الرابعة، الجزء السابع، دار القلم للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 1992م.
- 43- منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2000م.
- 44- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999م.
- 45- نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار القلم، دمشق، سوريا، 2007م.
- 46- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003م.
- 47- ويليام ميدلوكوب، الاختيار الكبير حروب الذهب ونهاية النظام المالي العالمي، ترجمة ابتسام محمد الخضراء، العبيكان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، السعودية، 2016م.
- 48- يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2003م-2004م.

ثانيا- الأطروحات والرسائل

- 1- الشيخ بن قايد، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي، وتحقيق التنمية الاقتصادية: دراسة التجربة الماليزية "2008م-2017م"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2020م.
- 2- أمير صفية، أثر تغيرات أسعار البترول على احتياطي الصرف- حالة الجزائر (1986-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة جيلالي لباس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019-2020م.

- 3- بلقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية: دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والمليزي، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف-1، الجزائر، 2017-2018م.
- 4- حبيبة رميتة، متطلبات إصدار الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري —دراسة استشرافية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2021م-2022م.
- 5- حمو زعي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بالصكوك الإسلامية: تجربة بعض الدول والغربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر(3)، الجزائر، 2017م.
- 6- زين الدين طالم، آفاق الصكوك الإسلامية كأدوات تمويلية بديلة في السوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2021م-2022م.
- 7- سومية معمر شاوش، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة -الصكوك الإسلامية نموذجًا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي مرسلبي عبد الله، تيبازة، الجزائر، 2022-2023م.
- 8- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر، 2014م.
- 9- شعيب يونس، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2016م.
- 10- عبد الحق العيفة، تقييم صناعة الصكوك الإسلامية، دراسة مقارنة على مجموعة من الصكوك الإسلامية بين 2001 و2016، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف1، الجزائر، 2017م-2018م.
- 11- عصام بوزيد، محاولة اختبار كفاءة نظام التمويل الإسلامي في مواجهة الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015-2016م.

- 12- فوزي زغاد، دور احتياطات الصرف الأجنبي في تمويل الاستثمارات العمومية في الجزائر، دراسة تحليلية تنبؤية، خلال الفترة (1990-2020)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2022م.
 - 13- كمال منصوري، إدارة مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية: دراسة حالة البنوك الإسلامية القطرية والأرجنية خلال الفترة (2005-2013)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018م.
 - 14- محمد جعفر هني، إدارة احتياطي الصرف الأجنبي من منظور إسلامي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2016-2017.
 - 15- محمد الطيب أمجد، قنوات استنزاف احتياطي الصرف الأجنبي وأساليب الحد منها - حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016م-2017م.
 - 16- نور الدين عباسية، أثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية - دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2016-2017م.
 - 17- ستار جبار البياتي، التمويل الدولي، رسالة ماجستير صيرفة وتمويل، كلية اقتصاديات الأعمال المادة - التمويل الدولي، جامعة النهرين للدراسات العليا، العراق، 2020م.
 - 18- عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال: التجربة الماليزية أنودجا، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015م.
 - 19- معاذ بن عبد العزيز عبد الكريم السديس، الصكوك المركبة من المراجعة والمضاربة، دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، رسالة ماجستير، قسم الفقه المقارن، المعهد العالي للقضاء، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، 2014م.
- ثالثا - المجلات:**
- 1- ابتسام شرابن، مخاطر المراجعة كبديل للربا وطرق التحوط منها، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد التاسع، العدد الثاني، الصفحات: 36-49، المركز الجامعي مرسل عبد الله، تيبازة، الجزائر، 2021م.

- 2- إبراهيم الكرسانة، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر ، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الإمارات، مارس 2006م.
- 3- إبراهيم لخضاري، عماد عزازي، دراسة تحليلية لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد الخامس، العدد الثاني، الصفحات 137-154، جامعة عمر ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2021م.
- 4- أبو بكر حوات، إمكانية استخدام صكوك الاجارة المنتهية بالتمليك في تمويل مشاريع البنية التحتية "ميناء الحمدانية نموذجاً"، مجلة قضايا فقهية واقتصادية معاصر، جامعة باتنة1، الجزائر، المجلد الثالث، العدد الثاني، 2023م.
- 5- أبو بكر حوات، حمزة ضويفي، واقع صناعة الصكوك الاسلامية وتحدياتها التجربة الماليزية "نموذجاً"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد السادس، العدد الأول، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2021م.
- 6- أتيش غوش (Atish Ghosh)، إعادة العُمَلات لوضعها الطبيعي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد الخامس والأربعون، العدد الثاني، صندوق النقد الدولي، و م أ، جوان 2008م.
- 7- أحمد أمين بوخرص، وليد تخرين، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات البنى التحتية-مطار الملك محمد عبد العزيز الدولي الجديد بجدة أنموذجاً، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد الثاني، العدد الثاني، جامعة أمين العقال الحاج موسى اق خموك، تمنراست، الجزائر، 2021م.
- 8- أحمد بلجيلالي، تعاظم المديونية العمومية للدول النامية- نحو تجدد الأزمة ولا مقدرة اقتصاديات الدول على مواجهتها، مجاميع المعرفة، المجلد الثاني، العدد الثاني، الصفحات 11-20، المركز الجامعي بتندوف، الجزائر، 2016م.
- 9- أحمد شوقي سليمان، مخاطر الصكوك: دور التعزيزات الائتمانية في الحد من مخاطر الصكوك، مجلة التمويل الإسلامي، العدد الخامس، 2019م.
- 10- أحمد صديقي، سعاد فقيحي، الصناديق الاستثمارية الوقفية كآلية لاستثمار أموال الوقف، مقال منشور في مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد الثاني، العدد السادس، الصفحات 144-159، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، جوان 2018م.
- 11- أحمد عبد الكريم أحمد، دور الوقف في تخفيف العبء عن الموازنة العامة -دراسة مطبقة على الموازنة المصرية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث عشرة، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، الجزائر، جوان 2013م.

- 12- أحمد مصطفى الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، سلسلة محاضرات العلماء البارزين رقم "12"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 1999م.
- 13- إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية، الشعبة الإحصائية، دراسات في الطرق، إحصاءات التجارة الدولية للبضائع، المفاهيم والتعاريف، السلسلة ميم، العدد 52، التنقيح 2، الأمم المتحدة، نيويورك، 2000م.
- 14- إسماعيل فردية، مُجد الأمين شرقي، أثر الاحتياطي من النقدي الأجنبي على سعر صرف العملة -دراسة حالة الجزائر (1990-2019)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد الأول، الصفحات 121-132، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2021م.
- 15- اسماعيل فردية، مُجد الأمين شرقي، أثر الاحتياطي من النقد الأجنبي على سعر صرف العملة -دراسة حالة الجزائر (1990-2019)، الصفحات 121-132، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد الأول، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2021م.
- 16- أسيل نعيم مُجد الخموس، تجربة الصكوك الإسلامية كأداة مالية استثمارية في الأردن، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، الأردن، 2021م.
- 17- أمجد مُجدي طيب، عاشور كتوش، معايير وشروط انضمام النقود الدولية إلى النادي المغلق للعملات المرجعية المعتمدة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع عشر، جامعة حسينة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، السادس الثاني 2017م.
- 18- أنفال حدة خبيزة، فاطمة رحال، خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي؛ ما أثر ذلك على أهم المؤشرات الاقتصادية البريطانية؟ مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد السادس، العدد الحادي عشرة، الصفحات (64-77)، المركز الجامعي بالبيض، الجزائر، ديسمبر 2020م.
- 19- أيوب مسيح، موقف الشريعة الإسلامية من الاستثمار الأجنبي المباشر، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد الرابع والأربعون، البحرين، 2016م.
- 20- باولا سوباتشي وجون دريفل، ما بعد الدولار: إعادة التفكير في النظام النقدي الدولي، مجلة دراسات عالمية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، العدد الرابع والتسعون، أبو ظبي، الإمارات، 2010م.
- 21- بلقاسم زايري، إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد الواحد والأربعون، المركز العربي لدراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، 2008م.

- 22- بلقاسم زايري، كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، الصفحات (45-75)، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2009م.
- 23- بن علي بلعزوز، عبد القادر بوكريد، العوامل المساهمة في تفضيل البنوك المركزية للعمليات الاحتياطية غير التقليدية- دراسة حالة الدولار الكندي، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 14، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، جوان 2015م.
- 24- بهية عمروش، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في ظل التطورات الراهنة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية، المجلد الثاني والعشرون، العدد الثاني، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، ماي 2015م.
- 25- بومدين نورين، مُجد جعفر هني، استراتيجية إدارة احتياطات الصرف الأجنبي في الاقتصاد الإسلامي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد السابع عشرة، العدد الخامس والعشرون، 2021م.
- 26- ترقو مُجد، أثر اختيار نظام الصرف ووضعية حساب رأس المال على سلوك الاحتياطات الدولية في الدول النامية -دراسة قياسية باستخدام نماذج معطيات Panel، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن عشر، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2015م.
- 27- حارث مُجد العيسى، أحمد غالب مُجد علي الخطيب، يد الضمان ويد الأمانة بين النظرية والتطبيق في الفقه الإسلامي، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد الثامن عشرة، العدد الثاني، الصفحات: 309-335، المدينة المنورة، السعودية، جوان 2010م.
- 28- حاشي نوري، أثر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي على التضخم: تجربة حول الجزائر، مقال منشور في مجلة النمو الاقتصادي والمقاولاتية، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد الرابع، العدد الثامن، ديسمبر 2021م.
- 29- حمدي أحمد علي الهنداوي، مُجد أحمد مطر، أثر ابراهيم اسماعيل، قياس أثر محددات الطلب على الاحتياطات الأجنبية على الاستقرار النقدي في العراق، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد السادس والأربعون، العدد الثالث، الصفحات 101-150، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر، جويلية 2022م.
- 30- حمزة العوادي، سياسة تنمية الصادرات الصناعية الجزائرية خارج المحروقات ومتطلبات نجاحها: دراسة تحليلية للفترة (2009-2013)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد التاسع، العدد الأول، جامعة غرداية، الجزائر، 2016م.

- 31- حيدر حسين طعمة، العجز المزدوج في بلدان الربيع النفطي، مركز حمورابي، للبحوث والدراسات الاستراتيجية، بغداد، العراق، 2012م.
- 32- خالد عبد الواحد بوشناف، طارق علي الطيرة، الصكوك الإسلامية ودورها في إعادة الإعمار والتنمية، المجلة الليبية العالمية، العدد الثامن عشر، جامعة بنغازي، ليبيا، 05 ماي 2017م.
- 33- دوعاء ممدوح مُحمَّد مُحمَّد سليمان، يحيى عبد الرحمن يحيى الحنفي، دراسة تحليلية لبعض مؤشرات الكفاءة الاقتصادية للتجارة الخارجية الزراعية المصرية، مجلة الاسكندرية للتبادل العلمي، المجلد الثاني والأربعون، العدد الرابع، الإسكندرية، مصر، أكتوبر-ديسمبر 2021م.
- 34- راضي عبد المقصود مهدي حسن النجار، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات البنية التحتية (تجارب دولية)، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد السادس والعشرون، جامعة الأزهر، مصر، 2021م.
- 35- زوير بولبال، تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية -ماليزيا نموذجاً، مجلة بيت المشورة، العدد الخامس، قطر، 2016م.
- 36- زياد جلال الدماغ، صكوك السلم ودورها في تمويل قطاع البترول: دراسة حالة الهيئة العامة الفلسطينية للبترول، مقال منشور في مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الثاني، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2015م.
- 37- سامي حمود، بيع المراجعة للأمر بالشراء، مقال منشور في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامس، الجزء الثاني، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية.
- 38- سعود بن ملوح العنزي، محمود علي السرطاوي، صكوك المراجعة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الثامن، العدد الأول، جامعة آل بيت عمادة البحث العلمي، الأردن، 2012م.
- 39- سعيده لقوي، مصطفى بورنان، الصكوك الإسلامية الخضراء وأهميتها في تمويل المشاريع الصديقة للبيئة - الصكوك الخضراء لماليزيا نموذجاً، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد الخامس، العدد الثاني، جامعة عباس لغرور، خنشلة، الجزائر، 2021م.
- 40- سليم جابو، نوال بن عمارة، الطاهر بن عمارة، صناديق الاستثمار الماليزية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية؛ دراسة حالة السوق الماليزية خلال الفترة 2008-2018، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد العاشر، العدد الثاني، جامعة الوادي، الجزائر، 2019م.

- 41- سليم فيصل النابلسي، مخاطر التمويل الزراعي بالصيغ الإسلامية، مجلة دنانير، الجامعة العراقية، العراق، العدد الخامس، 2004م.
- 42- سليمان ناصر وريبعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، المجلد العشرون، العدد الأول، 2013م.
- 43- سميرة مشراوي، أثر التصكيك في تحسين أداء المصارف الإسلامية، مقال منشور في مجلة الباحث، العدد الخامس عشرة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015م.
- 44- صادق أحمد عبد الله السبي، دور الصكوك في تعزيز الدور التنموي للمصارف الإسلامية-دراسة تطبيقية مقارنة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرون، العدد الثاني، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا عمادة البحث العلمي، السودان، 2019م.
- 45- صارة زعيتري، نورة زيان، واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية -التجربة الماليزية نموذجاً، مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية، المجلد الثالث، العدد الثالث، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020م.
- 46- طيبة عبد العزيز، فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثاني عشرة، جامعة الشلف، الجزائر، جوان 2014م.
- 47- عبد الجبار حمد عبيد السبهاني، وقف الصكوك وصكوك الوقف، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 28، العدد 3، السعودية، أكتوبر 2015م.
- 48- عبد الحميد مدور، آليات مبتكرة لتطوير تطبيق التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد الحادي عشر، العدد الأول، الجزائر، 2020م.
- 49- عبد الرحمان نعجة، هواري مغنية، زوليخة بختي، قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين -حالة مؤشر داوجونز الإسلامية (DJIM)، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، جامعة ميله، الجزائر، 2017م.

- 50- عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، قرارات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية، الجزء الثالث، جدة، السعودية، 2002م.
- 51- عبد الصبور أحمد الدجاوي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة، مقال منشور في مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد الثالث، الصفحات 248-255، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018م.
- 52- عبد العزيز قتال، سارة عزازية، صناعة الصكوك الإسلامية: واقع، تحديات ومقترحات، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد العاشر، العدد الأول، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، أوت 2020م.
- 53- عبد العليمه نجاح أبو الفتوح، التمويل بالعجز: شرعيته، وبدائله من منظور إسلامي، مقال منشور في مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد الخامس عشرة، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2003م.
- 54- عبد القادر زيتوني، صكوك المزارعة-نحو استغلال أمثل لأراضي الوقف الزراعية، مقال منشور في مجلة أوقاف، العدد الثامن والعشرون، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2015م.
- 55- عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي، دراسات معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي، العدد الرابع عشر، أبو ظبي، الإمارات، 2022م.
- 56- عبد الكريم جابر شنجار، مكونات السيولة الدولية واحتمالات التصادم في ضوء ولادة اليورو، مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، المجلد الخامس، العددان الأول والثاني، القاهرة، مصر، 2001م.
- 57- عبد الكريم قندوز، مؤسسات التمويل الإسلامي، سلسلة كتيبات تعريفية، صندوق النقد العربي، العدد الثامن والعشرون، أبوظبي، الإمارات، 2022م.
- 58- عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة، بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية (مشروع رقم 06-12)، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، 2013م.
- 59- عبد الله طارق، دعم الوقف للموازنة العامة للدولة - الدلالات المنهجية والشروط الموضوعية، مقال منشور في مجلة أوقاف، المجلد التاسع، العدد السادس عشرة، الأمانة العامة للأوقاف، الكويت، 2009م.

- 60- عبد الله نجم، الإجراءات المحاسبية لبيع السلع والسلم الموازي، ومتطلبات تطبيقها في المصارف الإسلامية العراقية، مقال منشور في مجلة تنمية الرافيدين، المجلد 36، العدد 115، العراق، 2014م.
- 61- عبد المحيد قفي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتدايعاتها العالمية، مقال منشور في مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد السادس والثلاثون، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، 2009م.
- 62- عطا الله بن مسعود، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر دراسة قياسية باستخدام التكامل المتزامن، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية-دراسات اقتصادية، المجلد الرابع والعشرون، العدد الأول، الصفحات 160-177، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، جانفي 2017م.
- 63- عطا الله حدة، عبد الرحمان العايب، التأمين التكافلي في ماليزيا ضرورة حتمية أم رؤية مستقبلية، مجلة وحدة البحث في تنمية الموارد البشرية، المجلد السابعة عشر، العدد الثاني، جامعة محمد لمين دباغين سطيف2، الجزائر، جوان 2022م.
- 64- علي أحمد السقاف، الصُّعوبات والمعوقات التي تحول دون مساهمة المغتربين في التنمية في اليمن، مجلة العلوم الإدارية، العدد الأول، السنة الأولى، جامعة عدن، اليمن، 2010م.
- 65- عمارية بختي، التصكيك البنكي الإسلامي في تنمية الاقتصاد الإماراتي، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد الثاني، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، ديسمبر 2017م.
- 66- فاطمة الزهراء الراشدي، الصكوك السيادية لتمويل عجز الميزانية العامة -صكوك السلم بالمغرب، مجلة بيت المشورة، العدد العشرون، الصفحات 159-198، قطر، أكتوبر 2023م.
- 67- فاطمة الزهراء سبع، محمد قويدري، أساسيات صيغ التمويل الاسلامي المطبقة في الاقتصاد الاسلامي، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد الثاني والثلاثون، العدد الثاني، الصفحات 217-235، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2016م.
- 68- فاطنة بوخاري، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي: التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد الثاني، العدد الثاني، جامعة الشهيد حمّ لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2017م.
- 69- فايزة بوشناف، نعيمة بارك، وهيبه بن داودية، الصكوك الإسلامية كبدائل لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد السابع عشرة، العدد السادس والعشرون، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2021م.

- 70- فريدة عزازي، أثر المديونية الخارجية على ميزان المدفوعات الجزائري -دراسة قياسية اقتصادية (1970م-2006م)، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد الرابع، الصفحات 47-60، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، ديسمبر 2010م.
- 71- فضل عبد الكريم مُجَد، التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية: الفرص والتحديات، معهد الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، جويلية 2015م.
- 72- فؤاد بن حدو، البنك المركزي الإسلامي وأدوات سياسته النقدية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية (GIEM)، المجلد 114، نوفمبر 2021م.
- 73- فؤاد مُجَد أحمد محسن، الشركة ذات الغرض الخاص "SPV"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الواحد والعشرون، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 31 جانفي 2013م.
- 74- كمال بوشريط، احتياطي النقد الأجنبي وعلاقته بسعر الصرف، دراسة حالة الجزائر (1980-2010)، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد العاشر، جامعة البليدة 2، الجزائر، جوان 2014م.
- 75- كمال بوشريط، احتياطي النقد الأجنبي وعلاقته بسعر الصرف، دراسة حالة الجزائر (1980-2010)، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد العاشر، جامعة البليدة 2، الجزائر، جوان 2014م.
- 76- مُجَد الموميني، عجز الموازنة العامة في الاقتصاد الإسلامي وطرق علاجه، مقال منشور في مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الخامس عشرة، جامعة مُجَد خضير، بسكرة، الجزائر، 2014م.
- 77- مُجَد بوشمال، مختار حميدة، أثر احتياطي النقد الأجنبي على سعر الصرف دينار /دولار في الجزائر، دراسة تحليلية- قياسية خلال الفترة 1990-2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد الحادي عشر، العدد الثاني، الصفحات (359-377)، جامعة الأغواط، الجزائر، جوان 2020م.
- 78- مُجَد جبر الألفي، صيانة العين المؤجرة في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني، مجلة جامعة دمشق، المجلد السابع عشر، العدد الثاني، الأردن، 2001م.
- 79- مُجَد جعفر هني، متطلبات إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية -دراسة حالة بنك الجزائر، مجلة ملفات في الاقتصاد والتسيير، العدد السابع، وجدة، المغرب، مارس 2019م.
- 80- مُجَد لخضر بوساحة، زينب فيلاي، مُجَد عبد الوهاب شاني، واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا وآفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد السابع، العدد الأول، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، 2023م.

- 81- مختار موسى جبريل، معاملات الذهب الآجلة المعاصرة ومدى توافقها مع آراء ابن تيمية وابن القيم الجوزية: مستقبلات الذهب كومكس نيويورك نموذجاً، أكاديمية الدراسات الإسلامية، جامعة ملابا، كوالالمبور، ماليزيا، 2017م.
- 82- مروان عوض، ماهر كبخ شكري، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية، الأردن، 2004م.
- 83- مروة صوار، زبير عياش، مساهمة الصكوك الوقفية في تعزيز الشمول المالي -دراسة تجارب مجموعة من الدول الإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد الخامس عشرة، الصفحات 268-281، جامعة الشهيد حمدة لخضر، الوادي، الجزائر، ديسمبر 2022م.
- 84- مصطفى رديف، مراد اسماعيل، الابتكارات في الصناعة المالية الإسلامية -إشارة إلى التجريبتين السعودية والإيرانية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، جوان 2016م.
- 85- معاذ بن عبد العزيز المؤذن، المغارسة بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي: دلالتها وتطبيقاتها، مجلة المداد، المجلد العشرون، العدد الثاني، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020م.
- 86- معمر حمودي، رشيد يوسف، صكوك التمويل الإسلامي كآلية للتمويل وإدارة المخاطر في العملية التمويلية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد السابع عشرة، العدد السادس والعشرون، الجزائر، 2021م.
- 87- منتظر فاضل سعد البطاط، ندوة هلال الجودة، تحليل تداعيات الأزمة المالية العالمية-الأسباب والآثار، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد التاسع عشرة، مركز دراسات البصرة والخليج العربي، جامعة البصرة، العراق، 2011م.
- 88- مورا تھتان، رضوان بن عروس، الانفتاح التجاري وأثره على ميزان المدفوعات -دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1990-2013)، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، العدد الثاني، الجزائر، 2017م، ص241.
- 89- نجلاء بنت محمد البقمي، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها: مع دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج كرسي سابق لدراسة الأسواق المالية الإسلامية (المشروع رقم 05-21)، السعودية، 2013م.

- 90- ندين شاهين شاهين، مخاطر صيغ التمويل الإسلامية و أثرها على الربحية- دراسة تطبيقية على البنك الإسلامي الأردني للفترة (2015-2017)، كلية الشريعة-قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن، 2019م.
- 91- نعم حسين نعمة، رغد مُجد نجم، المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي: الواقع والتحديات، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد الثاني عشرة، العدد الثاني، 2010م.
- 92- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين، مجلة الباحث، العدد التاسع، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011م.
- 93- هادف حيزية، الصكوك الإسلامية مرونة وفعالية في الأداء رغم التحديات وتوالي الأزمات-التجربة البريطانية كدليل، 2004-2020، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد الثالث عشر، العدد الثالث، الجزائر، 2020م.
- 94- هالة طالب أبو عامر، عقد السلم الموازي ودوره في تحقيق الأمن الاقتصادي، المجلة العربية للدراسات الأمنية، المجلد الواحد والثلاثون، العدد الثالث والستون، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، السعودية، 2015م.
- 95- هدى بوحنيك، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010م، ص.8.
- 96- هشام عبد الباقي، تقدير الحجم الأمثل للمعونات الخارجية للاقتصاد البحريني، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 40، مركز دراسات الوحدة العربية، القاهرة، مصر، 2007م.
- 97- هودة عبو، أهمية وواقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا، مجلة الادارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد العاشر، العدد الأول، جامعة البليدة2، الجزائر، جوان 2021م، ص.307.
- 98- ياسين سالمي، الإجارة التمويلية والإجارة المنتهية بالتملك- دراسة مقارنة بين العقود التقليدية والإسلامية، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد الثامن، العدد الأول، الجزائر، 2022م.

رابعا- المؤتمرات والندوات والدورات

- 1- أحمد العبادي، المتأخرات في المصارف الإسلامية وكيفية معالجتها، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، المملكة الهاشمية الأردنية، 2005م.

- 2- أحمد طرطار، دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الإقراض والتمويل لتحقيق التنمية، دراسة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5 و 6 ماي 2014م.
- 3- أحمد عبد الرحيم آل محمود، أحمد صالح المرزوقي، تحول البنك التقليدي إلى إسلامي: النظرية وخطوات التطبيق، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي الثالث والعشرون، الاقتصاد الإسلامي: الحاجة إلى التطبيق وضرورات التحول، كلية القانون، جامعة الإمارات، 6-7 أكتوبر 2015م.
- 4- أحمد محي الدين أحمد، تطبيق نظام البناء والتملك (B.O.T) في تعمير الأوقاف والمرافق العامة، دراسة مقدمة في الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 2009م.
- 5- آلان بيفاني، الدين الداخلي وتمويل التنمية، المؤتمر الدولي العاشر حول "التوجهات الحديثة في تمويل التنمية"، المعهد العربي للتخطيط، بيروت، لبنان، 11-13 أبريل 2011م.
- 6- السيد ناهد، حقيقة نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية (BOT)، دراسة مقدمة للدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 2009م.
- 7- بدوي عبد المطلب، التوريق كأداة من أدوات تطوير بورصة مصر، دراسة مقدمة ضمن أوراق مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: الآفاق والتحديات، دبي، الإمارات، 2007م.
- 8- بزاز حليلة، إدارة مخاطر الاستثمار الوقفي كضرورة لتفعيل دوره التنموي، بحث مقدم إلى الملتقى الوطني: الوقف في الجزائر، واقع وآفاق، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 22 نوفمبر 2022م.
- 9- بيان بسام حسن مبارك، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة البكالوريوس في المصارف الإسلامية، كلية الشريعة-قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن، 2018م.
- 10- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ورقة مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، السعودية، 24-26 ماي 2010م.

- 11- حسين بلعجوز، مُجدّ العربي غزي، دراسة مقارنة لمخاطر التمويل المصرفي بين النظام الكلاسيكي والقيمي، ورقة بحثية مقدّمة لفعاليات الملتقى الدولي حول: "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"، جامعة مُجدّ خيضر، بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006م.
- 12- حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، دراسة مقدمة إلى مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2004م.
- 13- حسين سعيد، سعيد بوهراوة، الصكوك والتحديات الشرعية والتنموية، دراسة مقدمة ضمن ندوة البركة السادسة والثلاثين للاقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، 2015م.
- 14- حسين علي السائح، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)، الأسواق المالية الإسلامية ... بين الواقع والواجب، إسطمبول، تركيا، 8-9 نوفمبر 2019م.
- 15- ربيعة بن زيد، سليمان ناصر، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، دراسة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2014م.
- 16- رفيق شرياق، خير الدين معطي الله، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، دراسة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة 08 ماي 1945م، قلّة، الجزائر، 3-4 ديسمبر 2012م.
- 17- زاهر الدين الماليزي، تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، 31 ماي-3 جوان 2009م.
- 18- زليخة بن حناشي، مريم شطيبي، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الوطني الموسوم بـ: "المصارف الإسلامية الواقع والآفاق، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر، 2-3 ديسمبر 2015م.
- 19- سامي حسن حمود، تطبيقات بيوع المراجعة للأمر بالشراء من الاستثمار البسيط إلى بناء سوق رأس المال الإسلامي، مع اختيار تجربة بنك البركة في البحرين كنموذج عملي، بحث مقدم إلى ندوة عن خطة استراتيجية الاستثمار في البنوك الإسلامية، عمان، الأردن، 1987م.

- 20- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، تحت عنوان إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف، معهد الدراسات المصرفية، عمان الأردن، أكتوبر 2012م.
- 21- صابرينه كردودي، طيب دوايدي، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، دراسة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014م.
- 22- عبد الستار أبو غدة، التحوُّط، بحوث مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرون، بالتعاون بين مجمع الفقه الإسلامي الدولي، التابع لمنظمة التعاون الإسلامي، ودائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري في إمارة دبي، الرياض، السعودية، 26-27 أبريل 2016م.
- 23- عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من مضمونها، دراسة مقدمة إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 25 ماي 2010م.
- 24- عبد العزيز قصار، الإجارة مع وعد بالتملك للذهب والفضة، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الفقهي الثاني للمؤسسات المالية الإسلامية، الكويت، يومي 24 و25 نوفمبر 2007م.
- 25- عبد العظيم أبو زيد، معبد الجارحي، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، دراسة مقدمة إلى ملتقى الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، السعودية، يومي 24-26 ماي 2010م.
- 26- عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر، دراسة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثاني: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013م.
- 27- عبد الكريم قندوز، بن علي بلعوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، دراسة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2007م.

- 28- عبد المطلب ممدوح عبد الحميد، أنموذج مقترح لقواعد اعتماد الدليل الرقمي للإثبات في الجرائم عبر الكمبيوتر، الجزء الخامس، مؤتمر الأعمال المصرفية الالكترونية بين الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، دبي، الإمارات، ماي 2003م.
- 29- عبد المنعم فياض حسانين، الصكوك الإسلامية والاجتهادات الشرعية، دراسة مقدمة لندوة المصرفي الإسلامي الثاني، الكويت، 2005م.
- 30- عبدالله يوسف الحجي، وليد خالد الشايحي، صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع عشرة لمؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، الإمارات، 2005م.
- 31- علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها وأنواعها وأهميتها ودورها في التنمية -حجم إصداراتها وتحديات الإصدار، دراسة مقدمة ضمن ورشة عمل أقامتها شركة "BDO" بعنوان: "الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، الأردن، يومي 18-19 جويلية 2010م.
- 32- عزوز مناصرة، أثر تطبيق فريضة الزكاة على المالية العامة للمجتمعات الإسلامية المعاصرة، دراسة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي؛ الواقع...وراهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 2011م.
- 33- علي محي الدين القره داغي، إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية -دراسة فقهية اقتصادية، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010م.
- 34- علي محي الدين القره داغي، أحكام التعامل في الذهب والفضة وتطبيقاته المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة البركة الرابعة والثلاثين للاقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، 16-17 جويلية 2013م.
- 35- عمار عودة، إخفاق بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-25 ماي 2010م.
- 36- عمر حامد الحرازي، مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية تقليلها، مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، عمان، الأردن، 2004م.
- 37- فتحي خن، كفاءة المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستدامة المالية للديون السيادية، مداخلة ضمن المؤتمر العالمي العاشر للاقتصاد والتمويل الإسلامي تحت عنوان "الجوانب المؤسسية للإصلاحات الاقتصادية والنقدية والمالية، الدوحة، قطر، 25 مارس 2015م.

- 38- مايا فتني، علي بن ثابت، التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة- الجزائر نموذجاً، دراسة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013م.
- 39- مُجَدَّ القرني، أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية: الاختيارات، المستقبلات، البيع مع تأجيل البدلين، المبادلات، دراسة مقدمة ضمن الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية، الدورة الثانية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 27 أبريل 2016م.
- 40- مُجَدَّ تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة مقدمة إلى المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، الجزائر، 13-18 سبتمبر 2012م.
- 41- مُجَدَّ سامي الشوا، الجرائم التي استحدثتها المعلوماتية للتعدي على الذمة المالية للغير، الجزء الثالث، مؤتمر الأعمال المصرفية الإلكترونية بين الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، دبي، الإمارات، ماي 2003م.
- 42- مُجَدَّ علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) تداولها وتطبيقاتها المعاصرة، قرار ثلاثون "3-4"، الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، الإمارات، 2009م.
- 43- مرسى الحجازي، اتساع نطاق الدين العام في دول العالم الإسلامي المشكل والحلول، دراسة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الخامس للاقتصاد الإسلامي، جدة، السعودية، 2003م.
- 44- مفتاح عبد السلام عليلش، الدور التنموي للصكوك الوقفية، أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي)، إسطنبول، تركيا، 8-9 نوفمبر 2019م.
- 45- منصور عبد المالك المصعبي، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة، بحث مقدم ضمن ملتقى المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، يومي 31 ماي و03 جوان 2009م.
- 46- مها عبد الله عبد الله، تقويم أداء صندوق النقد الدولي في الأزمة المالية العالمية، دراسة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 2010م.

- 47- نبيل خليل طو سمور، سوق الأوراق الدالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بحث مقدم لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007م.
- 48- نبيل محمد الطيري، دور تحويلات العاملين في تمويل التنمية في الجمهورية اليمنية خلال الفترة 1990م-2010م، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي العاشر حول "التوجهات الحديثة في تمويل التنمية"، المعهد العربي للتخطيط، بيروت، لبنان، 11-13 أبريل، 2011م.
- 49- وليد عوجان، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، حكومة دبي، الإمارات، 2015م.
- 50- يوسف الشبيلي، التحوط في المعاملات المالية، دراسة مقدمة ضمن الدورة الثانية: الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية: الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات، 26-27 أبريل 2016م.
- خامسا- القوانين والتنظيمات**
- 1- القانون (09-23) المؤرخ في 3 ذي الحجة 1444هـ الموافق لـ 12 جوان 2023م يتضمن القانون النقدي والمصري، في العدد "43" من الجريدة الرسمية، ليوم 27 جوان 2023م.
- 2- قانون البنوك رقم (13)، البنك الإسلامي الأردني، 1978م.
- 3- قانون البنوك رقم: (28)، عقد التأسيس والنظام الأساسي، شركة البنك الإسلامي الأردني، 2000م.
- 4- قانون رقم: (10)، سندات المقارضة، الجريدة الرسمية الأردنية، العدد (2992)، الصادر بتاريخ: 16 مارس 1981م.
- 5- قانون رقم: (2013/10)، بشأن إصدار الصكوك، معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات، 2013م، ص6، الجريدة الرسمية، العدد 18 مكرر (ب)، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، رئاسة الجمهورية، مصر، 07 ماي 2013م.
- 6- قرار رقم: (05)، الدورة الرابعة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، السعودية، 1988م.
- 7- قرار رقم: 137 (15/3)، بشأن صكوك الإجارة، منظمة التعاون الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الخامسة عشرة، 11 مارس 2004م.

- 8- قرار رقم: 178 (4-19)، الصكوك الإسلامية (التوريق)، تداولها وتطبيقاتها المعاصرة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات، أبريل 2009م.
- 9- قرار رقم: 30 "4/5"، خاص بسندات الاستثمار وسندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، الجزء الثالث، جدة، السعودية، الأول من فيفري 1988م
- 10- قرار رقم: 84 (9/1)، بشأن تجارة الذهب، الحلول الشرعية لاجتماع الصرف والحوالة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة التاسعة، جدة، السعودية، 1-6 أبريل 1995م.

سادسا- التقارير والنشرات

- 1- التقرير السنوي لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، حول الاستثمار العالمي، نيويورك وجنيف، 2013م.
- 2- الشركة السعودية للكهرباء، تقرير مجلس الإدارة لمساهمي الشركة السعودية للكهرباء عن السنة المالية المنتهية في 31 ديسمبر 2014م.
- 3- المرشد الفقهية الصادرة عن الهيئة العليا للرقابة شرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، توثيق تجربة السودان في مجال المصارف المؤسسات المالية الإسلامية، مخطط هيئات الرقابة الشرعية، الطبعة الأولى، بنك السودان المركزي، السودان، 2006م.
- 4- بيان صحفي رقم 16/368، حول تقرير خبراء الصندوق في إطار مشاورات المادة الرابعة لعام 2016 للسعودية، صندوق النقد الدولي، واشنطن، و م أ، 28 جويلية 2016م.
- 5- تقرير البنك الدولي لآفاق الاقتصاد العالمي، الفصل الأول، أبريل 2008م.
- 6- دليل الحسابات القومية الصادر عن هيئة الأمم المتحدة سنة 1993م.
- 7- صندوق النقد الدولي، الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية، المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات، الطبعة العربية، واشنطن، و م أ، 2013م.
- 8- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، واشنطن، و م أ، سبتمبر 2011م.
- 9- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطي النقد الأجنبي، واشنطن، و م أ، 20 سبتمبر 2001م.
- 10- صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات والاستثمار الدولي، الطبعة السادسة، الفقرة 6، واشنطن، و م أ، 2009م.

- 11- صندوق النقد الدولي، دليل ميزان المدفوعات، الطبعة الخامسة، الفقرة 424، واشنطن، و م أ، 1993م.
- 12- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، أبو ظبي، 2006م.
- 13- هيئة السوق المالية، التقارير السنوية: (1444/1437هـ) - (2023-2016م)، الرياض، السعودية.
- 14- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI"، المعايير الشرعية (1-54)، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى ديسمبر 2015م، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2015م.
- 15- هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الصكوك الإسلامية ومتطلبات تعزيز دورها في تنمية الاقتصاد الفلسطيني، فلسطين، نوفمبر 2017م.
- 16- وليد عبيد، ميزان المدفوعات بوصفه أداة التحليل الاقتصادي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي، بغداد، العراق.

سابعا- المواقع الالكترونية

- 1- اتحاد المصارف العربية: <https://uabonline.org>
- 2- البنك الإسلامي للتنمية: <https://www.isdb.org>
- 3- البنك المركزي المصري <https://www.cbe.org.eg>
- 4- المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية: <https://democraticac.de>
- 5- المركز الوطني لإدارة الدين السعودي: <https://ndmc.gov.sa>
- 6- الهيئة العامة السعودية للإحصاء : <https://www.stats.gov.sa>
- 7- صحيفة الشرق الأوسط <https://aawsat.com>
- 8- صندوق النقد الدولي: <https://www.imf.org>
- 9- موقع أرقام: <https://www.argaam.com>
- 10- موقع الاسكوا "الأمم المتحدة": <https://archive.unescwa.org>
- 11- موقع الأهرام: <https://gate.ahram.org.eg>
- 12- موقع الراية الاقتصادية: <https://www.raya.com>
- 13- موقع الشرق الأوسط: <https://aawsat.com>
- 14- موقع القدس العربي: <https://www.alquds.co.uk>

- 15- موقع الوطن: <https://www.al-watan.com>
- 16- موقع صحيفة العرب: <https://www.alarab.co.uk>
- 17- موقع صكوك المالية السعودية: <https://sukuk.sa>
- 18- موقع مركز الاتحاد: <https://www.aletihad.ae>
- 19- موقع مركز جسور للدراسات والاستشارات الثقافية والتنمية: <https://josor.org>
- 20- موقع موسوعة الاقتصاد الإسلامي: <https://iefpedia.com>
- 21- موقع وزارة المالية السعودية: <https://www.mof.gov.sa>
- 22- هيئة السوق المالية السعودية www.cma.org.sa
- 23- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية <https://aaofii.com>
- 24- وكالة "S&P Global Ratings": <https://www.spglobal.com>
- 25- وكالة الأناضول للأنباء www.aa.com
- 26- وكالة الأنباء القطرية: <https://www.qna.org.qa>
- 27- السبيل، الطيران المدني السعودي يصدر صكوكاً إسلامية بـ 15 مليار ريال، متاح على الموقع: <https://assabeel.net>، تاريخ الاسترداد: 27 أكتوبر 2024م.
- 28- المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة، تأثير تداخل أزمتي كورونا وصراع السلطة في ماليزيا، 07 سبتمبر 2021م، متاح على الرابط: [https://futureuae.com/ar-](https://futureuae.com/ar-AE/Mainpage/Item/6604/%D8%AA%D8%A3%D8%B2%D9%85)، تاريخ الاسترداد: 11 أوت 2024م.
- 29- أمل على إبراهيم، وآخرون، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي، المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية والاقتصادية والسياسية، 4 جوان 2018م، متاح على الرابط: https://democraticac.de/?p=54469#_Toc513371978، تاريخ الاسترداد: 12 جوان 2023م.
- 30- سامر علاوي، 58 مليار دولار.. أكبر حزمة إنقاذ في تاريخ ماليزيا لمواجهة آثار كورونا، 29 مارس 2020م، متاح على الموقع: <https://www.aljazeera.net/ebusiness>، تاريخ الاسترداد: 11 أوت 2024م.

- 31- عبد الكريم عبد الجواد عجم، المقاصد الشرعية من عقد الاجارة المنتهية بالتمليك كعقد مطبق في المصارف الإسلامية ، بحث مقدم إلى الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، جامع الكتب الإسلامية، دمشق، سوريا، متاح على الرابط:
- <https://ketabonline.com/ar/books/105608/read?part=1&page=38&index=467437>
- 9/4674390/4674395، تاريخ الاسترداد: 09 أبريل 2024م.
- 32- عز الدين بن زغبية، المخاطر في الصكوك الإسلامية، متاح على الرابط:
- <https://www.aliqtisadalislami.net>، تاريخ الاسترداد: 08 أوت 2023م.
- 33- فيصل الشمري، مسائل فقهية في الصكوك عرض وتقويم، دعم لبرامج البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم: 05-11، 2016م، متاح على الرابط:
- <https://books.google.dz/books?id=X8CMCwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=fr#v=onepage&q&f=false>، تاريخ الاسترداد: 02 جويلية 2023م.
- 34- مجموعة من المؤلفين، موسوعة فقه المعاملات (الأبحاث، التطبيقات، الفتاوى، المصطلحات)، الجزء الثالث، ص377، متاح على الرابط: <https://shamela.ws/book/968/1728> ، تاريخ الاسترداد: 16-03-2024م.
- 35- مصطفى العبد الله الكفري، احتياطات الدول من النقد الأجنبي، متاح على الرابط:
- <https://almustshar.sy/archives/8973>، تاريخ الاسترداد: 27 نوفمبر 2023م.
- 36- منظمة المؤتمر الإسلامي، كتاب مجلة مجمع الفقه الإسلامي، المجلد الحادي عشرة، جدة، السعودية، متاح على الرابط: <https://shamela.ws/book/8356/17733#p1>، تاريخ الاسترداد: 06 أبريل 2024م.
- 37- موقع الجزيرة، دول عدة تعتمد على اليوان الصيني في معاملاتها بدل الدولار، 23 جويلية 2023م، متاح على الموقع: <https://www.aljazeera.net> ، تاريخ الاسترداد: 11 جانفي 2024م.

ثالثا- المراجع باللغات الأجنبية

First- Books

- 1- Alain Beitone, **Dictionnaire Des Sciences Economiques**, Armand Colin, 1991.
- 2- Gillian Tett, **L'or des fous**, le Jardin des livres, Paris, France, 2014.

- 3- Hervé ALEXANDRE, **Banque et intermédiation financière**, 2eme édition, Economica, Librairie Eyrolles, Paris, 2013.
- 4- Jacques de la rosière, **Cinquante ans de crises financières**, Edition Odile Jacob, Paris, France, 2016.
- 5- Jeffrey M.Chwierouch, **International Liquidity Provision**, The IMF And The World Bank In The Treasury And Marshall, 1942-1957.
- 6- Kenneth,Gjaune, p, **Les systèmes d'information de gestion**, organisation de réseaux et Stratégique, 6ème édition, Paris, France, 2001.
- 7- Laurence ABADIE, **Finance Internationale: Marchés des changes et gestion des risques financiers** , ARMAND COLIN, Paris, France, 2011.
- 8- Lucie Rapp, ces fonds que l'on dit SOUVERAINS fonds d'état et SAUVERAINES, Vuibertn, 2010.
- 9- Pierre PASCALLON, **Le système monétaire international**, édition épargne, 1989.

Second- Journals

- 1- Ahmed MEDANI, Hakim BERRADIA, **Sukuk's Role in Infrastructure Financing Projects: Case of Malaysian DanaInfra Sukuk**, Journal of the New Economy, Volume: 10, N°: 02, University of Khemis Miliana, Algeria, 2019.
- 2- Benaroya c Dissaux, **comment détecter les pays à risque le MOCI repris in problème économique**, N° 2548, 1998.
- 3- Busher Martin and Von Michel hauff, **Development Aid Between cultural Encounter and General Conditions of Economic Policy**, Economics, 1995.
- 4- Carmen M. Reinhart, **Le mirage des taux de change flottants**, The American Economic Review, Vol 19, N° 2, Pages 383-401, Pittsburgh, 2000.
- 5- Delatte-Anne Laure And Folquan Julien, **The Determinants Of International Reserves In Emerging Countries: A Non Linear Approach**, MPRA Paper N°16311, 2009.

- 6- Fabio Kanczuk, Alfaro Laura, Carry Trade, **Reserve Accumulation, and Exchange- Rate Regimes**, Working Paper, Harvard Business School, Boston, USA, 2013.
- 7- Fernando J. Cardim de Carvalho, **The Accumulation of International Reserves as a Defensive Strategy. Reasons and Limitations of Self “Insurance”**, Paper prepared for the volume on Financial Markets Reform, Ocampo for the Oxford University Press, USA , 2009.
- 8- Hamed Rasool, **Sukuk (Islamic Bond), Training Workshop On Sukuk**, avari, Lahore, 27th August, 2008.
- 9- Iyoha, **Demand For International Reserves In Less Developed Countries**, Review Of Economics And Statistics, USA, 1976.
- 10- Joshua Aizenman and Jaewoo Lee, **International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence**, Open Economic Review, 2006.
- 11- Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris and Martin Schmitz, **The euro area current account after the pandemic and energy shock**, Economic Bulletin Issue 6, 2023.
- 12- Marc-André Gosselin and Nicolas Parent, **An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia**, working paper n°38, Bank Of Canada, 2005.
- 13- Michel AGLIETTA, **le FMI de l'ordre monétaire aux désordres financiers**, Economica, 2000.
- 14- Muhammad Tahir Khan, **Exchange Rate As a Determinant Of Fluctuation In Foreign Exchange Reserves: Evidence From Economy Of Pakistan**, journal of SAVAP International, Part-II: Social Sciences and Humanities, Vol 4, N° 2, Academic Research International, March 2013.
- 15- Olorunfemi Sola; Adebayo A; Fatukasi, **An Appraisal of Foreign Exchange Resources Generation and Management**, article published in journal of Social Sciences, Volume 7, N° 4, 2011.
- 16- Osuji Casmir Chinaemerem and Ebiringa, O.T, **Analysis of Effect of External Reserves Management on Macroeconomic Stability of Nigeria**,

International Journal Of Business And Management Economic. Rec , Vol 3, N° 6, 2012.

17- Rika Nakagawa, **The evolution of Islamic finance in Southeast Asia: The case of Malaysia**, The Journal of Applied Business Research, Volume 25, Number 1, The Clute Institute, USA, 2009.

18- Romero, A, **Comparative study; factors that affect foreign currency reserves in China and India**, Honours projects 33, 2005.

19- Saad Shami and other, **Jordan's International Reserve Position: Justifiably Strong**, IMF Working Paper, IMF, 2007.

20- Salah AYADI, Amal BEDA SADANI, **Quantitative Easing Policy And Its Impact On The Direction Of Capital Movement (record Study Of The Exchange Rate Of The Japanese Yen Against The Us Dollar For The Period 2008-2019)**, Knowledge of Aggregates Magazine, Vol 07, N°01, Pages (33-51), University Centre of Tindouf, Algeria, 2021.

21- Umeora Chinweobo Emmanuel, **Accumulation of External Reserves and Effects on Exchange Rates and Inflation in Nigeria**, journal of International Business and Management, Vol 6, N° 2, Canada, 2013.

22- Yoichi Chinka, **Demand For International Reserves, In LDC**, Review Of Economics And Statistics, Vol 11, N° 4, 1979.

Third- Research and publication for official bodies:

1- Adam elhiraika, **Reserves accumulation in african countries : sources, end effects**, UNECA, work paper, November 2007.

2- Angelika LAGERBLOM, Guy LEVY-RUEFF, **La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés**, Bulletin de la Banque de France, N°148, Avril 2006.

3- IMF, **Reserve Accumulation and International Monetary stability**, April, 2011.

4- Jaewoo Lee, **Insurance Value Of International Reserves; An Option Pricing Approach**, IMF Working Paper, Wp 04/175, 2004.

- 5- John Nugée, **Foreign Exchange Reserves Management**, Handbooks in Central Banking no.19, Centre for Central Banking Studies Bank of England.
- 6- Mulder, Christian, 2000, **The Adequacy Of International Reserve Level: A New Approach, In Risk Management For Central Bankers**, Ed. By S.F. Frowen, Robert Pringle, And Benedict Weller (London: Central Banking Publications), February 14,2011.
- 7- Petar Wjanovic, **Understanting The Recent Surge In The Accumulation Of International Reserves**, OECD, Economics Department, Working Paper N°866, 2011.
- 8- Reddy Y.V, **India's foreign exchange reserves - policy, status and issues**, Bank for International Settlements (BIS), New Delhi, May 10,2002.
- 9- Remigio Echeverría, Currency Unions Technical Expert Group (CUTEG), **Definition and allocation of reserve assets in a currency union**, IMF Committee on Balance Of Payments Statistics, May 2004.
- 10- Standing committee for economic and commercial cooperation of the organization of Islamic Cooperation "COMCEC", **The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets**, Ankara, TURKEY, February 2018.

Fourth- Reports:

- 1- European Central Bank (ECB), **“Economic and Monetary Developments: The external environment of the euro area”** Monthly Bulletin, June 2012.
- 2- Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, **The question of International liquidity ay the fundmating**, November 1963.
- 3- Islamic Research and Training Institute (IRTI): **Malaysia Islamic Finance Report 2015**, Kuala Lumpur, Malaysia, June 30, 2015, pp 76, 84-85.
- 4- Securities Commission Malaysia, **Annual report 2019-2023**, Kuala Lumpur, Malaysia.
- 5- Tsvetan Mancher, **International Foreign Exchange Reserves**, Bulgarian National Bank Report, 2009.

Fifth- Websites:

- 1-**DanaInfra Nasional Berhad**: www.danainfra.com.my
- 2-**Debt Management Office Nigeria**: <https://www.dmo.gov.ng>
- 3-**Faster Capital**: <https://fastercapital.com>

4-**General Council for Islamic Banks and Financial Institutions:**

<https://www.cibafi.org>

5-**Institute for Capital Market Research Malaysia (ICMR):**

<https://www.icmr.my>

6-**International Islamic Financial Market (IIFM):** <https://www.iifm.net>

7-**Islamic Development Bank:** <https://www.isdb.org>

8-**Islamic Finance Foundation:** <https://www.sukuk.com>

9-**Islamic Financial Services Board (IFSB):** <https://www.ifsb.org>

10-**Lite Finance:** <https://www.litefinance.org>

11- **Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC):**

<https://mifc.com>

12-**Ministry of Finance Malaysia:** <https://www.mof.gov.my>

13 -**Peterson Institute for International Economics"PIIE":**

<https://www.piie.com>

14- **RAM Holdings Berhad (RAM Group):** <https://www.ram.com.my>

15- **The World Bank:** <https://www.worldbank.org>

16- Al Anbaa newspaper, economy and business, **\$3.24 trillion in China's foreign reserves... the highest since 2015**, January 8, 2024, retrieved January 20, 2024, from: <https://www.alanba.com.kw/1218653?>

17- Central Bank of Malaysia, **BNM's International Reserves Rise to US\$114,7**, August 07, 2024, Available at the link:

<https://www.bernama.com/en/business/news.php?id=2326478>, Date of access: August 11, 2024.

18- Cleartax, **Operational Efficiency**, February 1st, 2024, Available at the link: <https://cleartax.in/glossary/operational-efficiency/>, Date of access: March 28th, 2024.

19- Doyinsola Oladipo, **Global Islamic funds market grows 300% in decade – report**, Reuters, January 26, 2022, Available at the link:

<https://www.reuters.com/markets/funds/global-islamic-funds-market-grows-300-decade-report-2022-01-26/>, Date of access: August 17, 2024 .

- 20- J.Onno de Beaufort Wijnholds & Arend Kapteyn, **Reserve Adequacy in Emerging Market Economics**, IMF Working Paper, September, 2001, retrieved January 15, 2024, from:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01143.pdf>.
- 21- J.P.Agarwal, J.P, **Optimal Monetary Reserves for Developing Countries**, in Weltwirtschaftliches Archive, Heft N°. GV11/1971, retrieved January 15,2024, from: <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=2724577>.
- 22- James Love, **Commodity concentration and export earnings instability: A shift from cross-section to time series analysis**, Journal of Development Economics, Volume 24, Issue 2, December 1986, Pages 239-248, retrieved October 12, 2023, from:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/03043878869009>.
- 23- **Malaysia Bond and Sukuk**: Quarterly Report 4Q2023, Available at the link: <https://bixmalaysia.com/getmedia/ee3a842e-3498-4764-9bb3-01dd19aef9f2/BIX-Malaysia-Quarterly-Report-4Q-2023.pdf>, Date of access: November 04, 2024.
- 24- Martin Feldstein, **Is Gold a Good Hedge? Project Syndicate**, Available at the link:<https://www.project-syndicate.org/commentary/is-gold-a-good-hedge-2009-12?barrier=accesspaylog>, Date of access: November 30, 2023.
- 25- Polterovich,Victor, Popov,Vladimir, **Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth**, New Economic School, Federal Reserve Bank of St, Louis, 2003, p 22, Available at the link: <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/20069/>, Date of access: October 15, 2023.

الملاحق

الملحق رقم: 01

نشرة إصدار - الجزء ١ من ٢
نشرة إصدار الشركة السعودية للكهرباء الجزء ١ من ٢: يجب قراءة هذه النشرة مع نشرة إصدار الشركة السعودية للكهرباء الجزء ٢ من ٢ ونشرة الإصدار
الكتابية المؤرخة ١٤٣٥/٣/٢٧ هـ الموافق ٢٠١٤/١/٢٨ م (المتوفران كلاهما على الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية - www.cma.org.sa)



نشرة إصدار

الشركة السعودية للكهرباء

(شركة مساهمة مؤسسة وفقاً لأنظمة المملكة العربية السعودية في ١٢/٣٠/١٤٢٠ هـ الموافق ٢٠٠٠/٤/٥ م)

رقم السجل التجاري ١٠١٠١٥٨٦٨٣

تطرح

صكوك الاستثمار التي تنتهي في ٢٠٥٤ م

تصدر الشركة السعودية للكهرباء ("المُصدِر" أو "الشركة") صكوك استثمار تنتهي في ٢٠٥٤ م ("الصكوك") وذلك بالقيمة الاسمية دون خصم أو علاوة إصدار. ووفقاً لاتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك ("اتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك") تُوزع في أو قريباً من تاريخ الإقفال (كما هو معرف أثناء) بين المُصدِر وشركة الكهرباء للصكوك (أمين موجودات الصكوك) وشركة السعودي الفرنسي كابيتال (وكيل حملة الصكوك)، سيُقدم المُصدِر بتحويل موجودات الصكوك (كما هي معرفة في قسم "شروط وأحكام الصكوك" من نشرة الإصدار هذه ("الشروط")) إلى أمين موجودات الصكوك لمدة أربعين سنة. ووفقاً لإعلان الوكالة ("إعلان الوكالة") الذي يُوزع في أو قريباً من تاريخ الإقفال بين المُصدِر وأمين موجودات الصكوك ووكيل حملة الصكوك ووفقاً للشروط، يحتفظ أمين موجودات الصكوك بموجودات الصكوك لصالح حملة الصكوك ("حملة الصكوك") وفقاً للقيمة الاسمية للصكوك التي يمتلكها كل منهم.

ستكون توزيعات الأرباح الدورية ربع سنوية وذلك في يوم ٣٠ من يناير وأبريل ويوليو وأكتوبر من كل سنة، ابتداءً من ٣٠ أبريل ٢٠١٤ م وانتهاءً بـ ٣٠ يناير ٢٠٥٤ م، أو إذا لم يكن أي من هذه الأيام يوم عمل (كما هو معرف في قسم "الشروط")، فيكون يوم العمل التالي ما لم يكن ذلك اليوم يقع في الشهر التقويمي التالي، وفي تلك الحالة، يكون يوم العمل السابق مباشرة (ويُطلق على كل يوم منها تاريخ التوزيع الدوري)، يُتوقع من المُصدِر أن يدفع لحملة الصكوك مبلغاً يعادل مبلغ التوزيع الدوري (كما هو معرف في "الشروط") محسوباً على أساس معدل العمولة الأساسي والهامش (كما هو معرف في "الشروط") من إجمالي القيمة الاسمية (كما هي معرفة في الصفحة ٤٨) للصكوك القائمة في تاريخ قيد التحويل (كما هو معرف في "الشروط") الذي يسبق مباشرة اليوم الأخير من فترة التوزيع الدوري المعنية (كما هي معرفة في "الشروط").

وفقاً لتعهد شراء يتم إبرامه من المُصدِر لصالح أمين موجودات الصكوك ووكيل حملة الصكوك (كل كما هو معرف في المصطلحات والتعريفات) (لصالح حملة الصكوك ونياية عنهم) في أو قريباً من تاريخ الإقفال ("تعهد الشراء") يتعهد المُصدِر بشراء موجودات الصكوك من وكيل حملة الصكوك ودفع سعر الشراء (كما هو معرف في "الشروط") المحدد مسبقاً، والذي يتناقض مع مرور الزمن، في تواريخ التوزيع الدورية التي تقع في شهر يناير من أعوام ٢٠٢٤ م و ٢٠٣٤ م و ٢٠٤٤ م (كل منها تاريخ شراء) إلى جانب أي مبالغ سارية من مبلغ إضافي أو مبلغ التوزيع في حالة الإخلال أو مبلغ محدد (قريباً راجع الشرط ١١ (حالات الممارسة)).

الملحق رقم: 02

يبلغ رأس المال المدفوع للشركة السعودية للكهرباء ٤١,٦٦٥,٩٣٨,١٥٠ ريالاً سعودياً مقسماً على ٤,١٦٦,٥٩٣,٨١٥ سهم عادي بقيمة اسمية قدرها ١٠ ريالات سعودية للسهم الواحد ("الأسهم المصدرة"). تملك حكومة المملكة العربية السعودية ("الحكومة") في تاريخ نشرة الإصدار هذه ٧٤,٣% تقريباً من الأسهم المصدرة كما تملك أرامكو السعودية ٦,٩% تقريباً من الأسهم المصدرة، وهذه الأخيرة مملوكة بالكامل للحكومة. أما النسبة المتبقية البالغة ١٨,٨% تقريباً من أسهم الشركة فمملوكة للجمهور في المملكة العربية السعودية.

تبدأ فترة تقديم طلبات الاستثمار في الصكوك في ١٤٣٥/٣/٨ هـ (الموافق ٩ يناير ٢٠١٤م) وتنتهي بعد ٧ أيام عمل من ذلك التاريخ ("فترة تقديم طلبات الاستثمار") وتستصدر الصكوك في تاريخ لا يتجاوز ١٠ أيام عمل من تاريخ انتهاء فترة تقديم طلبات الاستثمار ("تاريخ الإقفال"). ويقتصر طرح الصكوك وبيعها وتسليمها على الأشخاص المؤهلين (كما هم معروفون في الشروط)، وسيكون التوزيع الأساسي للصكوك على الشركات والهيئات الاستثمارية (كما هي معرفة في قسم الاكتتاب والبيع) من نشرة الإصدار هذه)، ولكن يمكن للأشخاص المؤهلين الذين ليسوا بشركات وهيئات استثمارية شراء الصكوك من الشركات والهيئات الاستثمارية بعد انتهاء فترة الطرح وإتمام عملية الاكتتاب.

يلطوي الاستثمار في الصكوك على مخاطر وشكوك محددة. للاطلاع على مناقشة لبعض العوامل التي ينبغي النظر فيها فيما يتصل بالاستثمار في الصكوك، يجب مراجعة قسمي "إشعار مهم" و"عوامل المخاطرة" من نشرة الإصدار هذه بعناية تامة قبل اتخاذ أي قرار بالاستثمار في الصكوك موضوع نشرة الإصدار هذه.

مديراً الإصدار ومديراً استقبال العروض ومتعهداً التغطية

HSBC



السعودية الفرنسية كابيتال
Saudi Fransi Capital



صدرت نشرة الإصدار هذه بتاريخ ١٤٣٥/٣/٢٧ هـ (الموافق ٢٠١٤/١/٢٨م)

تحتوي نشرة الإصدار هذه على معلومات قدمت بحسب متطلبات قواعد التسجيل والإفراج الصادرة عن هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية (المشار إليها بالهيئة). ويحمل أعضاء مجلس الإدارة الذين تظهر أسماؤهم على الصفحة ١٠٣ مجتمعين ومنفردين كامل المسؤولية عن دقة المعلومات الواردة في نشرة الإصدار هذه، ويؤكدون بحسب علمهم واعتقادهم، بعد إجراء جميع الدراسات الممكنة وإلى الحد المعقول، أنه لا توجد أي وقائع أخرى يمكن أن يؤدي عدم تضمينها للنشرة إلى جعل أي إفادة واردة فيها مضللة. ولا تتحمل الهيئة وشركة السوق المالية السعودية (تداول) أي مسؤولية عن محتويات هذه النشرة، ولا تعطين أي تأكيدات تتعلق بدقتها أو اكتمالها، وتخليان نفسيهما مسرعة من أي مسؤولية مهما كانت عن أي خسارة تنتج عما ورد في هذه النشرة هذه أو عن الاعتماد على أي جزء منها.

الملحق رقم: 03

الشركة	بلد التسجيل	نسبة الملكية (المباشرة وغير المباشرة)	النشاط الرئيسي
الشركة الوطنية لنقل الكهرباء «شركة النقل»	المملكة العربية السعودية	100%	نقل الطاقة من محطات التوليد إلى شبكة التوزيع وتشغيل منظومة نقل الكهرباء وصيانتها
شركة ضوئيات للاتصالات	المملكة العربية السعودية	100%	إنشاء واستئجار وإدارة وتشغيل شبكات الألياف البصرية والكهربائية لتقديم خدمات الاتصالات
شركة الكهرباء للصكوك	المملكة العربية السعودية	100%	تقديم الخدمات والدعم اللازم في ما يتعلق بالسندات والصكوك المحلية.
شركة الكهرباء للصكوك الدولية	جزر الكاين	100%	تقديم الخدمات والدعم اللازم في ما يتعلق بالسندات والصكوك الدولية.
شركة الكهرباء للصكوك الدولية - 2	جزر الكاين	100%	تقديم الخدمات والدعم اللازم في ما يتعلق بالسندات والصكوك الدولية.
شركة الكهرباء للصكوك الدولية - 3	جزر الكاين	100%	تقديم الخدمات والدعم اللازم في ما يتعلق بالسندات والصكوك الدولية.

