

## الصكوك وآفاق تمويل الإقتصاد المغربي

### [ The Sukuk and the challenges for financing the moroccan economy ]

Abdelati HAKMAOUI<sup>1</sup> and Hafssa YERROU<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Department of Economics, FSJES Ain Sebaa,  
Hassan II University,  
Casablanca, Morocco

<sup>2</sup>Department of Economics, FSJES Ain Chock,  
Hassan II University,  
Casablanca, Morocco

Copyright © 2015 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the **Creative Commons Attribution License**, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

**ABSTRACT:** Morocco is probably a platform with a great potential for the development of Islamic finance. The recent reform of the law, published during the month of September 2013 on securitization introducing Sukuk is able to stimulate the Moroccan financial market and give it its attraction both in terms of mobilizing internal resources underutilized or external resources especially from the countries of the Gulf Cooperation Council. This research aims to highlight how these new instruments of Islamic finance such as Sukuk can contribute to the funding of the Moroccan economy. We try to present the different types of Sukuk, their characteristics and their worldwide developments in recent years. In a second axis, we try to understand how these new financial instruments of Islamic finance can be considered as real levers of funding of the Moroccan economy.

**KEYWORDS:** Islamic Finance, Sukuk, Moroccan Economy, Worldwide sukuk development.

**ملخص:** يشكل المغرب بلا شك أرضية خصبة لتطور المالية الإسلامية إعتبارا لعدة عوامل إقتصادية ، سياسية وجغرافية. ويعد اعتماد قانون الصكوك الصادر شهر شتنبر الماضي، ضمن الأوراق المالية المتداولة كإجراء من شأنه إعطاء دفعة قوية للسوق المالي المغربي ومنحه حركية وجاذبية لاستغلال الموارد المالية الداخلية والخارجية، خصوصا القادمة من دول الخليج العربي. هدفنا من خلال هذا المقال تسليط الضوء على الصكوك كأداة من أدوات التمويل الإسلامي وذلك أولا عبر إدراج أنواع الصكوك وخصائص كل منها ثم ثانيا التطرق لتطورها عبر العالم خلال السنوات الأخيرة. و أخيرا، سنحاول توضيح الأهمية البالغة للصكوك كأداة واعدة لتمويل الإقتصاد المغربي.

**كلمات دلالية:** الصكوك، المالية الإسلامية، تمويل الإقتصاد المغربي، التطور العالمي للصكوك .

## 1 تقديم

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية. وقد أصبحت واقعا فرض نفسه في الساحة المالية الدولية. حتى ولت العديد من المؤسسات الإسلامية و غير الإسلامية وجهها إليها لقدرتها اولا على توفير الموارد التمويلية اللازمة للإستثمارات، وثانيا لقدرتها على الموازنة بين المعايير الثلاث : الربحية و السيولة و الأمان من المخاطر.

يشكل المغرب بلا شك أرضية خصبة لتطور المالية الإسلامية إعتبارا لعدة عوامل إقتصادية، سياسية وجغرافية. ويعد اعتماد قانون الصكوك الصادر شهر شتنبر لسنة 2013، ضمن الأوراق المالية المتداولة كإجراء من شأنه إعطاء دفعة قوية للسوق المالي المغربي ومنحه حركية وجاذبية لاستغلال الموارد المالية على المستويين الداخلي والخارجي، خصوصا استقطاب رؤوس الاموال القادمة من دول الخليج العربي.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي: ما هو دور الصكوك الإسلامية في تطوير و خاصة تمويل الإقتصاد المغربي و السوق المالي المغربي ؟

هدفا من خلال هذا المقال تسليط الضوء على الصكوك كأداة من أدوات التمويل الإسلامي وذلك أولا عبر إدراج أنواع الصكوك و خصائص كل منها ثم التطرق لتطورها في العالم خلال السنوات الأخيرة. و ثانيا، سنحاول توضيح الأهمية البالغة للصكوك كأداة واعدة لتمويل الإقتصاد المغربي من خلال تاهيل عدة قطاعات اقتصادية ورفع وثيرة الاستثمار و الادخار.

## 2 الصكوك و تطورها

الصكوك (جمع صك) وهو وثيقة أو شهادة مالية متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في ملكية موجودات مشروع استثماري معين أو رأسمال وفقا لما تحدده نشرة الإصدار وتكون قابلة للاستحقاق وفقا لشروط نشرة الإصدار (كمال توفيق حطاب، 2009).

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأن الهدف من ذلك هو تيسير شراء وتداول هذه الصكوك. وبذلك فالصك يشبه السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أموال الشركة المساهمة كما أنه يلتقي في ذلك أيضا مع السندات التقليدية التي تصدر بفئات متساوية.

الصكوك تقوم بالأساس على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها. فالصكوك تعطي لمالكها حصة من الربح وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية. تحدد حصة حملة الصكوك من أرباح المشروع بنسبة محددة عند التعاقد كما أنهم يتحملون الخسارة بنسبة ما يملكه كل منهم وفقا لقاعدة الغنم بالغرم.

وبصفة عامة الصكوك تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها ولا تمثل ديناً على الجهة المصدرة لحاملي الصكوك.

فحسب هيئة المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (زيد جلال الدماغ، 2012) أنواع الصكوك مختلفة ومتعددة أهمها :

صكوك المشاركة : وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها لإنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة فيصبح حاملي الصكوك هم أصحاب تلك المشاريع. وهي مشابهة لشركات المساهمة.

صكوك المضاربة : يصدرها مضارب لاستخدام حصيلة إصدارها في تمويل نشاط خاص والصكوك هنا عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم مال من رب المال لطرف ثان ليتاجر به. ويمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين اثنين فأكثر. والفرق بين صكوك المضاربة وصكوك المشاركة هو أن في حالة صكوك المشاركة كل طرف يسهم بالمال والخدمة، وفي صكوك المضاربة يتحمل رب المال الخسارة وحده ويفقد العامل أجره عمله، ولكن إذا كان تلف المال بسبب تفريط من العامل أو تعد منه فإنه يتحمل الخسارة.

+ صكوك المرابحة : هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما تم بيعها بمرابحة معلومة.

+ صكوك الإجارة : تتعلق بالأعيان والأصول المؤجرة وتحمل قيمة متساوية ويصدرها مالك العين المؤجرة أو وكيله وتتجلى المعاملة في بيع العين المؤجرة عن طريق الصكوك ليصبح حاملوها هم ملاك الأصل وكذلك المستفيدون من ربح تأجيريه بقدر أنصبة الصكوك التي يحملها كل واحد في الأصل المؤجر.

يبين الجدول أسفله خصائص كل نوع من الصكوك (تقرير مجلس القيم المنقولة ديسمبر 2012).

### جدول 1. أنواع وخصائص الصكوك

نوعية الصكوك	بنية / نوع الأنشطة	قابلية للبيع/ سوق ثانوية
إجارة	كراء- تأجير عقارات أو تجهيزات	نعم
وكالة	استغلال أصول (عقارات- تجهيزات - مشاريع)	نعم
مشاركة	شراكة	نعم
مضاربة	تسيير واستغلال أصول	نعم
سلام	إنتاج / تصنيع	لا
استصناع	إنشاء / تصنيع	لا
ملكية الخدمة	خدمات	نعم
مزارعة	فلاحة	نعم
مساواة	فلاحة / سقي	نعم
مغارسة	فلاحة / محصول	نعم
مرابحة	بيع	لا

المصدر : تقرير مجلس القيم المنقولة ديسمبر 2012.

هذه الأنواع المختلفة من الصكوك تعوق تطورها بعض المخاطر نذكر منها( هيئة الفتوى والرقابة الشرعية 2014) :

+ مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية : بما أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها فمن بطلان للصك بصفة نهائية إلى فساد بعض الشروط.

+ المخاطر القانونية : يمكن أن نتحدث عن المخاطر القانونية عندما يوجد تعارض بين النظم والتشريعات السائدة وأحكام الشريعة الإسلامية في بلد معين، حيث يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم.

+ المخاطر التشغيلية : علما أن الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول، ومردود هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول. هنا تطرح المخاطر التشغيلية فمثلا نعلم أن العائد الإجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة، فلا يجب على المستأجر دفع أي أجرة وبالتالي لن يدر الصك أي عائد.

من هنا يتبين أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضا لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على وسائل النقل والمصانع.

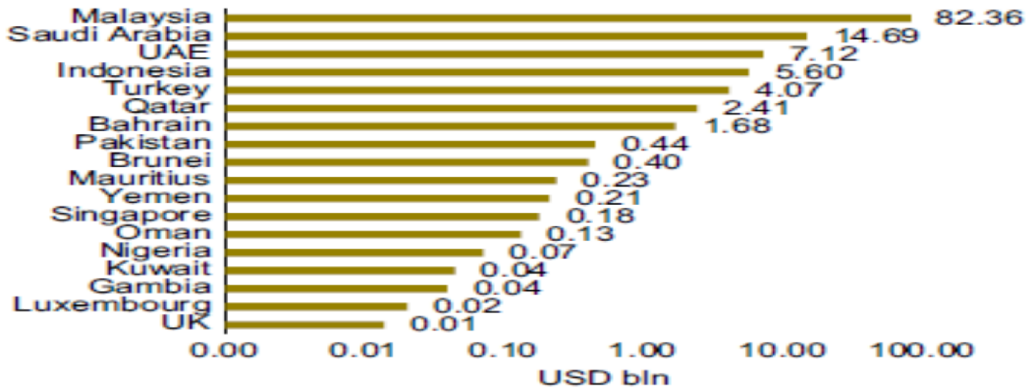
+ مخاطر الدين : فيما يتعلق بصكوك توريق الدم المدنية المقبولة شرعا، يواجه المستثمرون في هذه الصكوك نوعين من المخاطر هما :

- خطر التأخر في الوفاء : إذا تأخرت عوائد الصكوك التي توزع على المستثمرين (حملة الصكوك) فإنهم سيصابون بأشياء وسيفقدون الثقة ليس فقط في قدرة الأصول على الوفاء وإنما في صفقات التوريق برمتها.
- خطر العجز عن الوفاء : احتمال وقوع هذا الخطر يتعلق بالجدارة الائتمانية للمدين، بحيث يعجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر أو الإفلاس. لهذا يجب على المستثمرين اتخاذ الحيطة وتوقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية المصدرة، فغالبا ما نجد ضمانات كافية مقابل تلك الأوراق لتعزيز ثقة المستثمرين بها في أسواق رأس المال.

بالإضافة إلى هذه المخاطر هناك مخاطر أخرى متنوعة نذكر منها : مخاطر تذبذب العائد، مخاطر ارتفاع تكاليف الإصدار ومخاطر تغير أسعار الموجودات محل الصكوك المصدرة.

حسب مجلة الزاوية [1] ( Journal Zawya's Quarterly Sukuks Bulletin دجنبر 2013) بلغ حجم إصدارات الصكوك خلال سنة 2013 على المستوى العالمي 119,7 مليار دولار، في حين وحسب نفس المصدر اختتمت سنة 2012 على حجم إصدارات صكوك قدر ب 129 مليار دولار مما يعد سابقة في هذا المجال. وسجل سوق الصكوك مجمل الإصدارات منذ سنة 2002 حجم أزيد من 500 مليار دولار. حسب تقرير (S&P) فبراير 2014 يتوقع إصدارات جد هامة بكل من : تونس، موريتانيا، إنجلترا، إيرلندا، جنوب أفريقيا، السنغال و عمان. و لازال الطلب على الصكوك في ارتفاع مستمر بحكم أن أغلبية الإصدارات سيادية وتخص مجالات البنية التحتية والمواد الأولية.

**Sukuk Issuance by Domicile and Share (2013)**



Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFHR

وثيقة. 1. حجم إصدارات الصكوك خلال سنة 2013

## Global Sukuk New Issuances by Domicile (2013)

Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFH Research Limited



### وثيقة. 2. حجم إصدارات الصكوك خلال سنة 2013 (%)

تحتل ماليزيا مركز الصدارة في مقدمة الدول التي تصدر الصكوك بما قدره 82,36 مليار دولار أي ما يعادل 69% من مجموع الإصدارات على المستوى العالمي لسنة 2013، متبوعة بدولة المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، أندونيسيا وتركيا على التوالي بنسبة 12%، 6%، 5%، 3% من مجموع الإصدارات. حاليا يصل عدد الدول التي تصدر الصكوك إلى أزيد من 22 دولة. وحسب المحللين تعزى هذه الزيادة إلى أن عددا من الدول فضلت الاستفادة من هذا المنتج المالي.

وتمثل الإصدارات المحلية نسبة 73,68% من حجم الإصدارات العام أي ما يعادل 88,2 مليار دولار، في حين الباقى 26,31% أي ما يعادل 31,5 مليار دولار فهي تتداول في السوق الدولية للصكوك.

دائما حسب إحصائيات 2013 وفي إطار الإصدارات المحلية، تتصدر ماليزيا قائمة الدول المصدرة للصكوك المحلية ب 104 مليار دولار أي ما يعادل 74% متبوعة بالعربية السعودية بحجم 10,5 مليار دولار أي 7,5% تليها أندونيسيا والإمارات العربية المتحدة بحجم إصدارات يصل إلى 6 مليار دولار لكل منهما، وتحتل قطر المرتبة الخامسة ب 5,4 مليار دولار. وقد عرف سوق الصكوك متدخلين جدد يتمثلون خصوصا في تركيا التي أصدرت ما يعادل 2,4 مليار دولار.

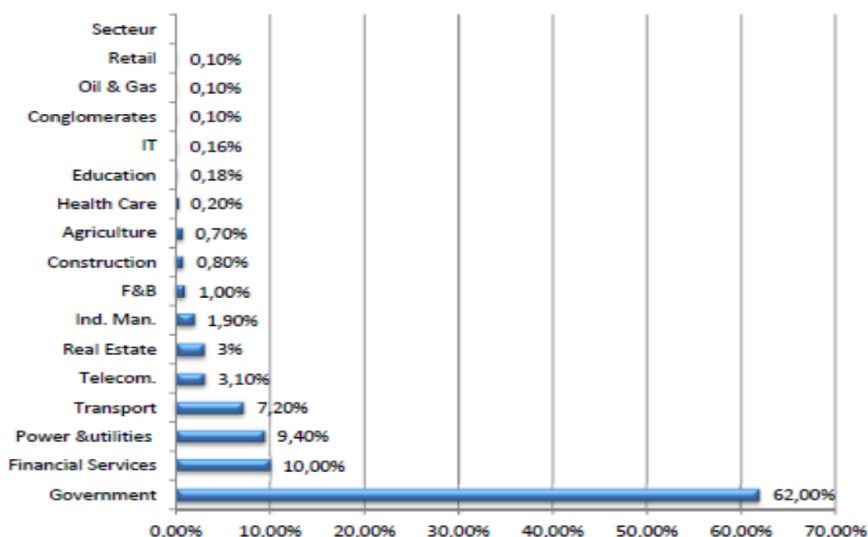
## Global Sukuk Outstanding by Domicile (2013)

Source: Bloomberg, IFIS, Zawya, KFH Research Limited



### وثيقة. 3. الإصدارات المحلية سنة 2013

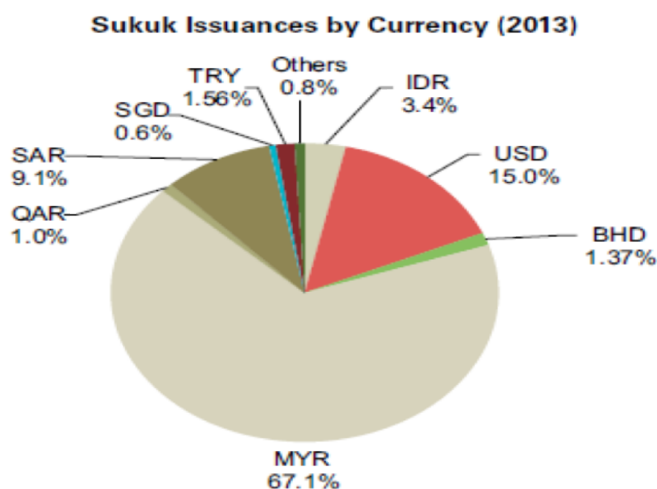
وإذا ما لاحظنا توزيع حجم الإصدارات حسب القطاعات، تحتل المؤسسات الحكومية المرتبة الأولى ب 62% دائما حسب إحصائيات مجلة الزاوية لجنبر 2013. نلاحظ تطور ملحوظ لقطاع الخدمات المالية بحيث يأتي في المرتبة الثانية ب 10% متبوعة بقطاع الطاقة والمواد الأولية ب 9,4%. ويأتي قطاع النقل في المرتبة الرابعة ب 7,2%. وتنقسم 11,4% الباقية بين قطاعات الإنشاءات والبناء والغاز والبتترول والاتصالات والصناعة الغذائية [2].



Source : Global Annual Report 2013

#### وثيقة 4. توزيع حجم الإصدارات حسب القطاعات

في نهاية 2013، قامت عدة دول بإصدار صكوك بعملة مختلفة، في حين لم يتجاوز عدد العملات 13 نهاية 2012. كما يوضح المبيان أسفله، العملة الأولى لإصدار الصكوك هي الرينكيت الماليزي متبوعة بالدولار الأمريكي والريال السعودي. ويمكن تفسير ذلك بكون ماليزيا التي تتصدر حجم إصدارات الصكوك على المستوى الدولي تستعمل عملتها المحلية، ويحتل الدولار الأمريكي المرتبة الثانية نظرا لكون الصكوك المصدرة من طرف دول مجلس التعاون الخليجي تستعمل الدولار الأمريكي كعملة للإصدار. في نهاية 2012 سجل تواجد لعملة جديدة كالليرة التركية، الأورو واليوان الصين[2].



Source : Global Annual Report 2013

#### وثيقة 5. توزيع حجم الإصدارات حسب العملات

ويعد السوق المالي بلندن أهم سوق لتداول الصكوك بامتياز على المستوى الدولي بحجم معاملات يصل إلى 7,10 مليار دولار نهاية 2012. ويحتل السوق المالي الإيرلندي المرتبة الثانية بحيث يصل حجم المعاملات إلى 4,4 مليار دولار.

يمكن تفسير النمو المتزايد للصكوك خلال السنوات الأخيرة بعدة عوامل نذكر منها (حيدر بونس الموسوي 2011) :

- دعم النمو الاقتصادي وتجنب عجز الميزانية كان سببا في قيام عدة دول بإصدار صكوك سيادية.
- الحاق دول جديدة للدول المصدرة للصكوك نذكر منها على وجه الخصوص تركيا التي اصدرت صكوك سيادية تقدر ب 15 مليار دولار سنة 2012.
- تحظى الصكوك الاسلامية بتصنيف إئتماني جيد إذ أنها تخضع لضوابط شرعية تضم علماء دين يضمنون سلامتها من عمليات توريق للدين المحضورة في إطار قواعد التمويل الإسلامي.

- تحظى الصكوك الإسلامية وقضايا التمويل عموماً باهتمام متزايد في الأوساط الغربية مع تزايد شدة الأزمة المالية والانكماش الائتماني العالمي ومخاوف الركود الاقتصادي عبر العالم مما قد يؤدي إلى زيادة الإقبال عليها. وقد أصدرت مؤسسة التصنيف الائتماني ستاندر بور وموديز تقريران عن سوق الصكوك في كل القارة الأوروبية من طرف المجموعة الألمانية FWU AG شركة الخدمات المالية وهي أول عملية تستعمل برامج وحقوق الملكية الفكرية وذلك حسب عقود إجارة. - وضع إطار قانوني وتنظيمي يساعد على تطور سوق الصكوك وأحسن مثال على ذلك منطقة شمال أفريقيا، مصر، ليبيا، تونس، المغرب وحتى موريطانيا الذين قاموا بعدة إصلاحات تنظيمية وقانونية من شأنها النهوض بإصدار الصكوك وتطويرها.

في المغرب تم نشر القانون البنكي الجديد في الجريدة الرسمية تحت عدد 86184 يوم 5 شتنبر 2013. أما في دول الخليج العربي، قامت سلطة عمان بتدابير مهمة مع Islamic Banking Regulatory Framework وهي تحتل المرتبة السادسة وذات مستقبل واعد في مجال الصكوك. بصفة عامة يتوقع المراقبون تطوراً هاماً خلال السنوات القادمة لصناعة الصكوك عبر العالم.

### 3 الصكوك : رافعة واعدة لتمويل الاقتصاد المغربي

#### 3.1 الصكوك: رافعة واعدة لتمويل عدة قطاعات إقتصادية

من أجل تعزيز وتيرة النمو الاقتصادي للمغرب (قدر معدل النمو ب 2,7% سنة 2012 و 4,4% سنة 2013 حسب المجلس الأعلى للتخطيط) قام المغرب بنهج استراتيجيات تهدف بالأساس إلى تنمية مختلف القطاعات الانتاجية ومنح النسيج المنتج لكل مقومات التطور والتنمية المستدامة. خلال العقد الأخير، شكلت بعض القطاعات الاقتصادية كقطاع العقار والسياحة والاتصالات قطاعات واعدة، في حين ظلت قطاعات أخرى كالزراعة والصيد البحري والطاقة قطاعات حيوية لمستقبل المغرب.

يتوقف تحقيق هذه الاستراتيجية على استثمارات ضخمة تتطلب مصادر تمويلية مهمة، وفي هذا الإطار يمكن لوسائل التمويل الإسلامي أن تلعب دوراً بارزاً للاستجابة لهذه الحاجة الملحة لمصادر التمويل (عبد الرحمن فتح علي صالح 2008).

سننظر فيما يلي لبعض القطاعات الاقتصادية والدور الذي يمكن للصكوك أن تلعبه في تمويلها [4][3].

في إطار استراتيجيته لتطوير قطاع السكن، قام المغرب بوضع برنامج يمتد إلى سنة 2020 يرمي إلى تقليص العجز في السكن من 840000 إلى 400000 وحدة سكنية وتحسين جودة وهندسة المجال العمراني والرفع من وتيرة تحقيق مدن بدون صفوح، فمنذ سنة 2010 سجلت المؤشرات الرئيسية لهذا القطاع تطوراً إيجابياً وذلك رغم الظرفية الصعبة.

وبالموازاة مع ذلك، وفي إطار النهوض بقطاع السياحة، تبنت الحكومة المغربية استراتيجية رؤية 2020 التي تهدف إلى مضاعفة عدد السياح الأجانب ليصل على 18 مليون سائح وبهذا سيكون المغرب ضمن العشرين وجهة سياحية الأكثر جلباً للسياح على مستوى العالم.

هذه الاستراتيجية ستمكن المغرب من تطوير وتأهيل مناطق سياحية جديدة خلال عقد. في هذا الإطار يمكن للصكوك وخصوصاً صكوك الإجارة والاستئصال أن تلعب دوراً بارزاً في تمويل المشاريع ذات الطابع السكني أو السياحي.

بخصوص قطاع الزراعة، فإن الاستراتيجية الوطنية تهدف إلى إعطاء هذا القطاع ديناميكية ودفعاً تنموية بالنظر إلى إكراهات وخصائص هذا القطاع، تعتمد هذه الاستراتيجية على ركيزتين أساسيتين وهما: الزراعة العصرية والزراعة التعاونية بمبلغ استثمارات يصل إلى 140 مليار دولار ما بين سنتي 2009 إلى 2018. ويبقى الهدف بالنسبة للزراعة العصرية هو تطوير زراعة فعالة تستجيب لمتطلبات السوق بفضل مجموعة من الاستثمارات الخاصة. أما في ما يخص الزراعة التعاونية فإن الهدف يرتكز على تطوير مقاربة تتجه نحو العمل على محاربة الفقر عن طريق الرفع من الدخل الفلاحي للفئات الأكثر هشاشة خصوصاً في المناطق النائية.

تتقترح هيئة المحاسبة والمراجعة للمالية الإسلامية (AAOIFI) ثلاث أنواع من الصكوك تتماشى مع القطاع الفلاحي بالإضافة إلى صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، الإجارة والسلام التي تتلاءم بشكل كبير مع تمويل القطاع الفلاحي.

- **صكوك المزارعة:** وهي أوراق مالية ذات قيمة متساوية تصدر بهدف تمويل مشروع زراعي عن طريق الاكتتاب.
- **صكوك المغارسة:** وهي أوراق مالية ذات قيم متساوية وتصدر بهدف جمع مبلغ عن طريق الاكتتاب لتمويل مشاريع تعنى بغرس الأشجار والمحافظة عليها عبر عقد خاص.
- **صكوك المساقاة:** وهي أوراق مالية ذات قيم متساوية تصدر بغرض جمع مبالغ عن طريق الاكتتاب لتمويل مشاريع تتعلق بسقي الأشجار المثمرة.

من جهة أخرى، وفي إطار المخطط الوطني للنهوض بالقطاع الصناعي، تعهد المغرب بوضع البنات الأساسية اللازمة في متناول جميع الفاعلين والمتدخلين، تتجلى القطاعات المعنية خصوصاً في صناعة الطيران والصناعة الإلكترونية والسيارات والمناطق الحرة، بالإضافة إلى قطاعي الصناعات الغذائية والنسيج والجلد، ولتحقيق هذا المخطط يجب إيجاد مصادر التمويل الأساسية. في هذا الإطار يمكن للصكوك وخصوصاً صكوك الإجارة والاستئصال أن تلعب دوراً هاماً وللإشارة فصكوك المشاركة والمضاربة يمكن أن تكون حلاً تمويلية ذات مردودية جد مهمة.

وفي مجال آخر، ونظراً لكلفة الطاقة الباهظة حيث تنقل ميزان المدفوعات وصندوق المقاصة، نهج المغرب استراتيجية في المجال الطاقوي تهدف إلى إيصال الطاقة في أحسن الظروف والمحافظة على البيئة وتعزيز التكامل الجهوي، في هذا الإطار عرف المغرب انطلاق المشاريع التالية:

- مشروع الطاقة الشمسية 2000 MWD بكلفة إجمالية تقدر ب 70 مليار درهم.
- مشروع تقوية البنية التحتية الطاقية عن طريق إنشاء مصفاة ثانية بالجرف الأصفر بنكلفة استثمار تقدر ب 4 إلى 5 مليار دولار.

في أفق 2015 سنتجز مراكز جديدة لإنتاج الطاقة هذه المشاريع التي تصل كلفتها إجمالاً إلى 73 مليار درهم ستمكن من تهيئة قدرة طاقة تصل إلى 3640 ميغاواط من أجل تمويل هذا القطاع الذي يتطلب برنامج استثماري تقدر كلفته ب 200 مليار درهم في أفق 2020، ومع محدودية التمويل العمومي يعد اللجوء إلى مصادر تمويلية جديدة ضرورة خصوصاً من قبل الشركاء الخواص، في هذا الإطار تعتبر صكوك الإجارة وصكوك الاستئصال حلاً تمويلية ناجعة خصوصاً وأن الطاقة مجالاً ذا إمكانيات عالية يكتسي قيمة مجتمعية وأخرى اقتصادية [3].

في قطاع الصيد، قام المغرب بوضع برنامج "إبحار" في إطار استراتيجية تهدف إلى تطوير قطاع الصيد البحري عن طريق تحديث وسائل الإنتاج والبنية التحتية، تطوير فضاءات الزراعة السمكية وتحقيق قطب ذو كفاءة عالية في مجال إنتاج المواد البحرية. تطوير مخطط إبحار يمكن أن يتحقق عبر إصدار الصكوك كصكوك المشاركة والمضاربة والإجارة وكذلك صكوك الاستصناع تعتبر حولا جدملائمة لتمويل مثل هذه البرامج.

بعيدا عن كل القطاعات المذكورة سالفا هناك قطاعات أخرى يمكنها الاستفادة من الصيغ التمويلية الإسلامية نخص بالذكر هنا مشاريع البنية التحتية كالطرق السيارة والموانئ بحيث تبلغ كلفة برنامج استثمار المكتب الشريف للفوسفاط 114 مليار درهم ما بين 2010 – 2020 وكذلك برنامج المكتب الوطني للسكك الحديدية بغلاف مالي يقدر بـ 32,5 مليار درهم خلال فترة 2010 – 2015 بصفة عامة، يمكن للصكوك أن تقدم حولا بديلة ملائمة لتمويل مشاريع بشراكة بين القطاعين الخاص والعام.

يجب بدا عن كل القطاعات المذكورة سالفا هناك قطاعات أخرى يمكنها الاستفادة من الصيغ التمويلية الإسلامية نخص بالذكر هنا مشاريع البنية التحتية كالطرق السيارة والموانئ بحيث تبلغ كلفة برنامج استثمار المكتب الشريف للفوسفاط 114 مليار درهم ما بين 2010 – 2020 وكذلك برنامج المكتب الوطني للسكك الحديدية بغلاف مالي يقدر بـ 32,5 مليار درهم خلال فترة 2010 – 2015 بصفة عامة، يمكن للصكوك أن تقدم حولا بديلة ملائمة لتمويل مشاريع بشراكة بين القطاعين الخاص والعام [5].

### 3.2 الصكوك : دور فعال في تقوية وتحريك الادخار العام

مما لا شك فيه، عدد كبير من المغاربة يتحاشون المعاملة مع الأبنك التقليدية نظرا لقناعاتهم الدينية. مما يفسر لجوء العديد منهم إلى اكتناز الأموال في شكل سيولة أو مجوهرات أو عقارات في غياب وسائل ائتمانية تستجيب للقناعات الدينية، أكثر من ذلك، نجد العديد ممن لهم حسابات جارية بالأبنك التقليدية يمتلكون ثروات مهمة، ونظرا لأسباب دينية يرفضون الاستفادة من الفوائد. في هذا الإطار يمكن للصكوك أن تستجيب لهذه الفئة من الطلب على خدمات البنكية. وحيث أن الصكوك وسائل تمويلية مضمونة ذات مردودية مهمة على المدى المتوسط والطويل، فيمكنها أن تكون أدوات استثمارية للأبنك التجارية على غرار السندات، يمكن إيجاد صيغ تمويلية تتكون من الصكوك ووسائل أخرى تستجيب لمتطلبات المستثمرين مضمونة ذات مردودية وتحترم قواعد الشريعة الإسلامية (نوال بن عمارة 2011).

نظرا لضعف تعامل المواطنين مع الأبنك بحيث لا تتعدى نسبة الأبنكة 47% سنة 2012، يسهل على المصارف الإسلامية أن تلعب دورا في جلب و جمع الادخار على شكل صكوك. حسب دراسة أجريت سنة 2012 من طرف مركز الاستثمارات في التمويل الإسلامي والتأمين 97% من المغاربة يوافقون على التعامل مع المصارف الإسلامية التي تقدم منتجات مطابقة لقواعد التمويل الإسلامي، أكدت الدراسة نفسها على أن مغربي من بين ثلاث مغاربة مستعدون لادخار أكثر من 700 درهم من دخلهم في إطار منتجات مالية مقدمة من طرف مصارف إسلامية، ونسبة 25% أي مغربي من أصل أربعة مغاربة مستعدون لإيداع مدخراتهم المالية لمدة تزيد عن سنتين في مصارف إسلامية. في حصيلتها هذه الدراسة أكثر من 70% من الأشخاص المستجوبين أكدوا اهتمامهم البالغ بالمنتجات المقدمة من طرف المصارف الإسلامية وأكثر من 88% مهتمون بالمنتجات التمويلية المقدمة من طرف المصارف التي تطبق الشريعة الإسلامية [6].

وبهدف تحديد قدرة وسائل التمويل الإسلامي على جلب المدخرات المؤسساتية، قام مجلس القيم المنقولة (CDVM) بدراسة على عينة من مستثمرين مغاربة. ثبت من خلال الدراسة أن 90% من الأشخاص المستجوبين يعرفون الصكوك وهم مستعدون لإصدارها عندما يسمح بذلك الإطار القانوني والتنظيمي [7].

من جهة أخرى، نشير إلى أن نسبة الأبنكة إذا حسبت بطريقة أكثر دقة سنجد أنها لا تتجاوز 24%. فمن وجهة نظر ماكرواقتصادية ضعف نسبة الأبنكة ترجع بالأساس لضعف الادخار الوطني مقارنة مع الاستثمار الضروري للحفاظ على نمو اقتصادي متزايد مثلا سنة 2011 قدر معدل الإدخار (خارج الادخار الوطني والناتج الوطني الإجمالي) بـ 27,9% مقابل 50% بالجزائر، و 40,9% بالسعودية و 53,3% بالصين. لفهم حجم المشكل أكثر يجب أن نأخذ بعين الاعتبار اللاتناسب الموجود بين بنية الادخار الوطني على المدى القصير (يتكون من السيولة والحسابات الجارية ...) والحاجة لتمويل الاستثمارات المسجلة على المدى المتوسط والطويل سنة 2011 قدرت هذه الحاجة بـ 36% من الناتج الوطني الإجمالي [7].

بصفة عامة إذا مكنت التدابير المتخذة من تحسين مستوى الادخار سيكون لهذا تأثير إيجابي على مستوى الاستثمار المحقق.

فجميع أشكال الاستثمار المقترحة من طرف المصارف الإسلامية التي تركز على تقنيات المساهمة كالمضاربة والمشاركة تعد أكثر ذرا للربح مقارنة بالاستثمارات البنكية التقليدية وخصوصا في فترة انخفاض نسب الفائدة. في حين يمكن للاكتتاب في الصكوك أن يضمن مردودية تتجاوز بكثير مردود الاستثمار المالي التقليدي بالإضافة إلى أن إصدارا لصكوك بإمكانه أن يكون أداة فعالة لجلب الموارد للدولة والفاعلين الاقتصاديين لتمويل مشاريع كبيرة كالبنية التحتية وغيرها...

### 3.3 الصكوك : آفاق لجلب الاستثمار

الاقتصاد الصاعد كالاقتصاد المغربي في حاجة لمدخرات كافية على المدى المتوسط والطويل وللإستثمارات الأجنبية المباشرة. الهدف هو ضمان تمويل بصفة دائمة لمستوى الاستثمار الذي يعد ضرورة للحفاظ على معدل نمو اقتصادي مرتفع ومستقر. لا أحد ينكر العلاقة الوثيقة بين الاستثمار والادخار كمتغيرين مرتبطين ارتباطا وثيقا [8].

يمنح الرأسمال الاستثماري الإسلامي إطارا مناسباً لجلب الإستثمارات الوطنية والأجنبية خصوصا القادمة من دول الخليج العربي، كما أن المغرب يمتاز بمؤهلات كبيرة كموقعه الجغرافي واستقراره السياسي بالمقارنة مع المناخ السياسي والاقتصادي بعد الربيع العربي الذي ميز دول المغرب العربي.

في ظرفية اقتصادية صعبة تتميز بمعدل نمو متدن (2,9% سنة 2012 مقارنة مع 4,9% سنة 2011) تعد الحاجة للاستثمار أكثر إلحاحا مقارنة مع ندرة السيولة. لهذا يجب على الحكومة المغربية العمل على جلب استثمارات أكثر لتسريع وثيرة النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المؤشرات السوسيواقتصادية.

بصفة عامة النسيج الاقتصادي الوطني في حاجة ماسة للنهوض بالاستثمار، في هذا الإطار يمكن للصكوك الإسلامية أن تقدم حولا ناجحة كبديل مهمة بإمكانها الاستجابة لحاجة مختلف الفاعلين الاقتصاديين [8]. كالدولة والمقاولات الصغرى والمتوسطة المقاولات الكبرى المسجلة بالبورصة وغيرها وكذلك الأبنك وشركات التأمين.

## 4 خلاصة

هل بإمكان مدينة الدار البيضاء أن تشكل قطبا ماليا مهما في منطقة شمال افريقيا ؟ في إطار المنافسة الأوربية والإفريقية التي تشتد أكثر فأكثر، كيف تنهض مدينة الدار البيضاء باعتبارها قطبا ماليا مهما في المغرب لتستقبل المصارف الإسلامية ؟ باعتبار موقعه الجغرافي واستقراره السياسي والمالي ومؤهلته التنموية يمكن للمغرب وبالأخص مدينة الدار البيضاء أن تشكل قطبا ماليا مهما في شمال افريقيا [9].

حسب دراسة أنجزتها شبكة رويترز في شتنبر 2012 بعدة دول الشرق الأوسط ودول جنوب شرق آسيا يتجه المستثمرون إلى الدول الصاعدة التي تعتمد التمويل الإسلامي كمصر، سلطنة عمان وكزخستان وقد صنف المغرب في مرتبة متقدمة من حيث أفضل البلدان (27%) التي تجلب الاستثمارات الأجنبية بحيث سبقت تونس ليبيا وكزخستان.

ويعد انفتاح المغرب على العالم وكذلك نهجه للاقتصاد الحر دوافع لجعله مركز للاستثمارات والمبادلات مما يفسر تنامي حاجة المغرب للاستثمارات في السنوات القادمة. لهذا يمكن للصكوك أن تلعب دورا كبيرا في تحقيق المشاريع التنموية : مشاريع البنية التحتية، الطاقات المتجددة، السياحة، التجارة ... هذا النوع الجديد من التمويل يمكن أن يروق عدد من المستثمرين الجدد ويجلب رؤوس أموال جديدة للمملكة [10].

## المراجع العربية

- كمال توفيق خطاب (2009)، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي.
- زياد جلال الدماغ (2012)، "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن.
- تقرير مجلس القيم المنقولة (2012)، الدار البيضاء، المغرب ديسمبر.
- هيئة الفتوى والرقابة الشرعية (2014)، "معيير سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك"، سوق دبي المالي، مارس ٢٠١٤، تاريخ التصفح : ٣١ مارس ٢٠١٤ على العنوان الإلكتروني [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)
- حيدر يونس الموسوي (2011)، "المصارف الإسلامية - أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية"، ط1، دار اليازوري .
- عبد الرحمن فتح علي صالح (2008)، "دور الصكوك في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة مقدمة لمنندى الصيرفة الإسلامية، بيروت يوليو.
- عبد الملك منصور (2009)، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي،
- نوال بن عمارة (2011)، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين"، مجلة الباحث عدد ٩.

## REFERENCES

- [1] Zawya's Quarterly Journal Sukuk Bulletin, December, 2013.
- [2] Annual Global Sukuk Report 2013, publié en Janvier 2014.
- [3] Alkharizmi Group, Décembre 2012, "Les sukuku : une nouvelle alternative de financement pour le Maroc".
- [4] Jouini, Elyès, et Olivier Pastré, La finance islamique: une solution à la crise ?, Paris, Economica, 2009.
- [5] Laramee J.P (sous la direction de), La finance islamique : un moteur pour l'économie, une alternative à la croissance, Secure Finance/Graffic – Éditions Bruno Leprince, Union européenne, 2008, 317 p.
- [6] Rapport Bank-Al-Maghrib, 2012, publié en Juin 2013.
- [7] Rapport CDVM, décembre, 2012.
- [8] Rapport Jouini et Pastré, Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique. Dix propositions pour collecter 100 milliards d'euros pour la place de Paris, Rapport remis à Paris Europlace par Elyès Jouini, Professeur à l'Université de Paris-Dauphine et Olivier Pastre, Professeur à Paris VIII Saint-Denis, 8 décembre 2008.
- [9] Damak M. & Mensah S (Fevrier 2014), "Islamic finance could make inroads into north africa", S&P report. [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect)
- [10] Saidane D, la finance islamique à l'heure de la mondialisation, Revue Banque Édition, Paris, 2009, 128 p.