

أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر

لطيفة بلول

أستاذة محاضرة بكلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
جامعة تبسة - الجزائر

حكيم صيفاوي

أستاذة مساعدة بكلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
جامعة تبسة - الجزائر

~~~~~

### ملخص:

إن نجاح الأسواق المالية الإسلامية يعتمد على تنوع وتطور الأدوات المالية المتداولة فيها، الأمر الذي استدعى تكثيف الجهود لتطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في إطار ما يسمى بـ "الهندسة المالية الإسلامية"، التي تتضمن عملية التصميم والتطوير لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة وجعلها تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، وبالنظر لسوق رأس المال الماليزي في صناعة الهندسة المالية الإسلامية فقد كانت ناجحة بالأخص من ناحية عملية إصدار الصكوك التي جعلتها في الصدارة محليا وعالميا.

من خلال هذه الورقة سيتم تقديم هذه التجربة الناجحة في منتجات الهندسة المالية و هذا من خلال عرض مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وتحديد أهم أدواتها و براز أهميتها في السوق المالي، و محاولة اخذ الدروس و الاستفادة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري.

خلصت هذه الدراسة إلى انه برغم نجاح منتجات الهندسة المالية الإسلامية في سوق المال الماليزي إلا أنها في الجزائر لو تم تطبيقها لن تلقى المناخ الملائم و ستعرض لصعوبات كبيرة في ظل طبيعة السوق المالي الجزائري التي تعاني ضعفا كبيرا من نواحي عديدة سواء كان في حجم السوق أو التشريعات و القوانين التي تحكمها .... و تم وضع مقترحات لضرورة النهوض بهذه السوق في ظل التطورات التي يشهدها العالم.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية؛ الأسواق المالية الإسلامية؛ الهندسة المالية الإسلامية؛ الصكوك الإسلامية؛ السوق المالي الإسلامي الماليزي، المشتقات المالية الإسلامية؛ السوق المالي الجزائري.

### ABSTRACT:

The success of the Islamic financial market depends on the diversity and evolution of commercialized financial tools. This constraint calls for redoubling efforts to develop and create Islamic financial instruments that comply with the provisions of Islamic law (sharia) in the context of the so-called "Islamic financial engineering".

This involves the design and development of innovative financial instruments and processes that combine religious legitimacy with economic efficiency.

Regarding the Islamic financial market in Malaysia, the "sukuk" issuance process has been particularly successful, both regionally and globally.

This paper will present the Malaysian experience in the supply of financial engineering products through the presentation of the concept of Islamic financial engineering, and the identification of the most important tools operating within the financial market, while trying to draw lessons relevant to the application of Islamic finance tools to the Algerian financial market.

This study concludes that, despite the effectiveness of Islamic financial engineering products in the Malaysian capital market, it seems that their use in the Algerian financial market, a relatively small market where the laws in force seem hardly favorable, is problematic.

Finally, proposals are put forward to assert the need to promote this market in the light of current developments.

**Key Words:** Financial market, Islamic financial market, financial engineering

## مقدمة:

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني للقرن الماضي، ساهمت عدة ظروف بالنهوض باقتصادها المحلي ليصل إلى اقتصاديات الدول المتقدمة، وما يلفت الانتباه أن ماليزية تعتمد على مبادئ الاقتصاد الإسلامي والعمل على تطوير وسائله وأدواته مما ساهم بالإيجاب في دخولها إلى مرحلة جديدة من النمو والتطور.

تسعى ماليزيا لتقديم السوق المالي الإسلامي كبديل شرعي لسوق المالي التقليدي، وذلك من خلال التوعية الدينية للمستثمرين المسلمين بالحاجة إلى التمويل والاستثمار المتوافقان مع الشريعة الإسلامية، فأصبح بهذا موازيا للسوق التقليدي ومكملا للنظام المصرفي في توسيع وتعميق التعامل في المعاملات الإسلامية،

تلعب منتجات الهندسة المالية الإسلامية دورا هاما في دعم وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، و هذا من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية وجذب المتعاملين ورؤوس الأموال للسوق، اعتمدت ماليزيا على هذه المنتجات خاصة الصكوك الإسلامية التي تعد أداة لنمو و تطور سوق المالي المحلي، و أصبحت بذلك من بين اكبر و أهم الدول التي تتعامل مع هذه الأداة .

من خلال هذه الورقة سنحاول إسقاط التجربة الماليزية في منتجات الهندسة المالية على السوق المالي الجزائري، و محاولة تحديد أهم المعوقات و المشاكل التي تواجهها هذه السوق من جهة، و إمكانية إيجاد الحلول اللازمة لنهوض بالسوق المالي في الجزائر و كيفية الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية من جهة أخرى .

من خلال ماسبق يمكن طرح التساؤل التالي:

ماهي أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي؟ و كيف يمكن للجزائر أن تستفيد من هذه

## التجربة ؟

وللإجابة على هذا التساؤل ومعرفة مدى نجاح التجربة الماليزية في تطبيق منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي، تم تقسيم عناصر هذه الورقة البحثية إلى ثلاث محاور أساسية وهي كالتالي:

المحور الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية؛

المحور الثاني: واقع منتجات الهندسة المالية الإسلامية بماليزيا بالتركيز على الصكوك؛

المحور الثالث: تقييم دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية وسبل الاستفادة منها .

## المحور الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

النظام المالي الإسلامي في ماليزيا هو النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور، وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشيا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي والساحة المالية الإسلامية العالمية.

### أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

السوق المالي الماليزي كغيره من الأسواق المالية الأخرى لا يختلف عن المفهوم المتداول.

#### 1- سوق الأوراق المالية الماليزية:

يضم هذا السوق سوق الأوراق المالية التقليدي إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامي، سوقين واحدة منظمة والأخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات، الذي يعتبر من أهم الأسواق لتوفير الأموال الاستثمارية المتوسطة وطويلة الأجل، لمختلف المشاريع التنموية وتعتبر ميدان خصب للمنافسة وجذب رؤوس الأموال بهدف التطوير للأحسن، وهناك العديد من الأدوات المتداولة فيه .

#### 1-1- أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية: وتنقسم إلى الأقسام الآتية:<sup>1</sup>

- سوق الملكية: هي سوق توفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم في البورصة الماليزية، ومن أهم الأدوات المتداولة فيها الأسهم العادية؛
- سوق السندات: سوق غير المنظمة يتم فيها تداول السندات الحكومية والخاصة في ماليزيا، التي تزيد فترة استحقاقها عن السنة، ويتم إدارة السوق وفق نظام الكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات خاصة تداولها وتسويتها.
- سوق المشتقات: بدأت سوق المشتقات المالية في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع سنة 1980 ومن أول أدوات المتداولة هناك عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، وفي 17 سبتمبر 2009 عقدت بورصة ماليزيا برهاد شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية - CME - حيث تمتلك هذه الأخيرة نسبة 25% من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه البورصة الماليزية، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، ومن أهم الأدوات المتداولة عقود المستقبلات وعقود الخيارات.

#### 2- سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

يمكن التعرف على سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية أكثر من خلال ما يلي:

#### 1-2- تعريف ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

- أ- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا: كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا في 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهاد الذي بدأت عملياته في 1 جويلية 1983 بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد في 4 مارس 1993.
- أما التطور الحقيقي لهذا السوق الماليزي فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت شركة (شيل دي.أم.أس) بإصدار الصكوك الإسلامية لأول مرة في السوق المحلي سنة 1990 تبعها إصدار العديد من الأدوات المالية

الأخرى، ما أدى إلى اتساع العمل بالأدوات المالية الإسلامية في السوق الماليزي. ومع بداية تأسيس هذه السوق ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع بوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ قرارات معينة، ومنها تشكيل قسم رأس المال الإسلامي في سنة 1994، إضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

**ب- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:** عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل ط ويل ومتوسط الأجل المتوافق تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية، والخالي من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا المقامرة وغيرها، أي أنه سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في المجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز بين السوق والمستثمرين.<sup>2</sup>

## 2-2- خصائص وأهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: والمتمثلة فيما يلي:

أ- الخصائص: من أهم الخصائص التي تميزه ما يلي:

- الإشراف والرقابة الشرعية: يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاما تاما، وتتدخل مباشرة في أعمال السوق؛
  - العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي: ومن أهم معالمه إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته؛
  - اعتماد أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية: يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة الأدوات التقليدية وفق أحكام الشريعة، التي أجازها وسمح بإصدارها وتداولها المجلس الاستشاري الشرعي؛
  - الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة
- ب- الأهمية تتمثل أهمية هذا السوق في مايلي:<sup>3</sup>

- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: وتشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق؛
- الرقابة على العمليات في السوق: أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسئولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، حيث وضعت الهيئة هدفا لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي؛

-تطوير الاقتصاد الماليزي وتطويره: يساهم في تمويل القطاع العام والخاص من خلال جميع الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتعبئة الأموال وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتماشية مع رغبات المستثمرين،

## ثانيا: تنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تقوم بتطوير وتحسين أداء نشاطها وذلك خلال الوظائف والعمليات التي تقوم بها، كما أنها تنقسم إلى عدة أقسام وتختلف الأدوات المتداولة فيها.

## 1- آلية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

لسوق الأوراق المالية الإسلامية عدة وظائف، كما أنها تقوم بعمليات متعددة والمتمثلة فيما يلي:

1-1- وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: تؤدي سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عدة وظائف والمتمثلة في:

أ- دعم الاقتصاد المحلي: وذلك عن طريق تعبئة وتحويل المدخرات إلى الوحدات ذات العجز، لتوظيفها في المشاريع التنموية للقطاع العام والخاص على أن يدفع الطرف الأخير عائدا يرضي به أصحاب رؤوس الأموال، مما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد المحلي؛

ب- الرقابة والإشراف على تعاملات السوق بما يتوافق مع الأحكام الشرعية: تشرف هيئة الأوراق المالية عن طريق اللجنة الاستشارية الشرعية على مطابقة وموافقة العمليات المعمول بها في السوق المالي الإسلامي للأوراق المالية، وهذا بتوفير الأطر والقوانين الخاضعة لمبادئ الشريعة الإسلامية والموافقة لإصدارات الأدوات المالية الإسلامية، ج- توفير الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة: هي مكان لإصدار الأدوات المالية المتوافقة للشريعة الإسلامية، وهذا بعد المصادقة عليها من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وهذا لتعزيز ثقة المتعاملين في السوق والجهات المصدرة لتلك الأدوات المالية الشرعية<sup>4</sup>؛

د- إتاحة الفرصة للاستثمار الحلال للمستثمرين: توفر السوق على العديد من الفرص الاستثمارية في مجالات عديدة وأدوات مالية مقبولة شرعا، وهذا بما يفضله أصحاب الأموال الفائضة من تقليل للمخاطرة ورجاء عائد مجزي ولفترات زمنية محددة؛

1-2- عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: وهي ثلاث عمليات نوضحها فيما يلي<sup>5</sup>:

أ- العمليات العاجلة: وهي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسلم الثمن أثناء العقد أو بعده مباشرة، ومن أهم أنواعه الشراء بكامل الثمن، و البيع على المكشوف. بمعنى اقتراض مستثمر أوراق مالية وبيعها قبل تملكها عن طريق السماسرة، وإعادة شراء نفس الأوراق أو أخرى تماثلها في الكم والنوع وإعادةها للمقرض.

ب- المشتقات المالية: هناك نوعان من العقود المستعملة المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها سنة 1997، وأيضا عقود الأسهم الواحد التي أقر بشرعيتها سنة 2006 من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية.

ج- المؤشرات الإسلامية: ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

-المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز: هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر سنة 1996 وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 وقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، ويوجد في هذا المؤشر 42 شركة مدرجة فيه.

-مؤشر كوالالمبور: طرح هذا المؤشر سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين، أقر بجواز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز وأيضا لأنه يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد.

2- أقسام وأدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

1-2- أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: وتنقسم كالاتي:

أ- سوق السلع: ويتداول فيها السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، لتسهيل المعاملات التجارية والمالية و عمليات الاستثمار؛

ب- سوق الأسهم الإسلامية: ويتم تداول فيه جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتوفر فيها المعايير والخصائص المحدودة من قبلها؛

ج- سوق الصكوك: من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية (الرنجت Ringgit الماليزي) أو بالعملات الأجنبية مصدرة من قبل هيئات محلية أو دولية، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية.<sup>6</sup>

2-2- أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسئولة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، وتقسم إلى:

أ- أدوات الملكية الإسلامية: وأهمها:

- الأسهم العادية: ويقصد بها أسهم الشركات المدرجة في البورصة الماليزية والتي تتوافق مع الشريعة؛
- صناديق الاستثمار الإسلامية: هي التي تتولى تجميع أموال الصغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقا لصيغ الاستثمار والمعاملات الإسلامية؛
- مؤشر الشريعة: تم تشكيله من أجل الوقوف على أداء الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة بالبورصة.
- ب- الصكوك الإسلامية: تعد ماليزية السبابة لإصدار الصكوك الإسلامية وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، ويمكن تصنيفها إلى ما يلي:

- الصكوك الإسلامية الحكومية: تصدر عن الحكومة للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية، وتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي؛

- الصكوك الإسلامية للشركات: تصدر عن الشركات الماليزية الخاصة وفق لمبادئ البيع بثمن آجل، الإستهناغ، المضاربة، المشاركة، المراجعة، والإجارة، وتخضع لرقابة المجلس الاستشاري لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

ج - خدمات الوساطة: إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دورا هاما في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، ومن أهم الخدمات المتوفرة في هذا السوق هي السمسرة وإدارة الاستثمار والرقابة الشرعية.<sup>7</sup>

ثالثا: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

عملت الحكومة الماليزية على تشكيل الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي التقليدي أو الإسلامي حتى يتسنى تنظيم عمل السوق وحماية المستثمرين من خلال قوانين وتشريعات تضعها.

1- هيئة الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

1-1- مفهومها: أنشأت في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتقوم بعدة وظائف لحماية المستثمر.<sup>8</sup>

أ- تسجيل نشرة الاكتتاب للشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية، والإشراف على السجلات ومراقبة أنشطة البورصات؛

ب- الموافقة على إصدار سندات الشركات؛

ج- مراقبة المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات، والشركات. بماليزيا، والأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار؛

وهناك العديد من الهيئات الفرعية المساندة لعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية وأهمها:

- **بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد :** هي مؤسسة منظمة تتداول فيها الأوراق المالية، ومسئولة عن الرقابة المرتبطة بالأوراق المالية والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، وذلك من أجل تحقيق بيئة استثمارية منظمة تتميز بدرجة عالية من الشفافية؛

- **بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد :** ويقصد بها المقاصة المركزية للأسهم المتداولة ببورصة الماليزية الأوراق المالية، وهي مختصة بعرض الأسعار والتعاملات المالية الإلكترونية، وتعرض المقاصة المركزية للأسهم خدماتها على أعضاء البورصة وفقا للقانون صناعة الأوراق المالية؛

- **بورصة الإيداع برهاد :** يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل للشهادات بين المشتري والبائع للأسهم، وتستخدم لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية دون إصدار للشهادة وتتم التسوية من خلال الأنظمة الإلكترونية؛

- **بورصة المشتقات برهاد :** تم إنشاؤها في 17 أبريل 1993 تتداول منتجات المشتقات المالية من عقود المستقبلات والخيارات،

- **بورصة المقاصة للمشتقات برهاد :** أنشئت في سبتمبر 1995 وهي مسؤولة عن إجراء المقاصة عند تبادل عقود المستقبلات والخيارات؛

- **بورصة السندات برهاد :** تدرج فيها السندات الحكومية وسندات الشركات، ويقيد عملها البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية.

- **بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد :** أنشأت في 9 ماي 1986 توفر وتنشر المعلومات وأسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة الماليزية؛

- **بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد :** تم استحداثها في 12 أبريل 2009 حتى تمكن المتعاملين في السوق من توفير وتسبير قاعدة التبادلات الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.<sup>9</sup>

1-2- دورها : تعد من بين أهم الهيئات الفاعلة في السوق المالي الماليزي، ومن الأدوار التي أوكلت لها ما يلي:

أ- تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية لتتماشى مع التطورات الحاصلة عالميا و الإشراف على المبادلات المالية؛

ب- منح التصاريح والإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية؛

ج -تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية والأدوات المالية الأخرى.

## 2- اللجنة الشرعية الاستشارية المالية

يمكن معرفة اللجنة الاستشارية أكثر ومعرفة دورها في سوق رأس المال من خلال:

1-2- تعريفها: عملت هذه الهيئة منذ نشأتها في 1994 على توفير كافة المتطلبات اللازمة لتطوير سوق الأوراق المالية

الإسلامية، وذلك بتأسيس مؤسسات رقابية يمكن الوثوق بها من طرف عامة الجمهور، ولتكوين لجان الرقابة الشرعية

في السوق قامت هيئة الأوراق المالية بتأسيس كل من قسم إدارة سوق الأوراق المالية ومجمع دراسة الأدوات المالية الإسلامية واللجنة الاستشارية الشرعية.<sup>10</sup>

## 2-2 دورها: والمتمثل في:

- إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية التي يشوبها نوع من الاختلاف في الآراء الشرعية بين الفقهاء؛
- مراقبة الأدوات المالية الإسلامية والتداولات عليها والتأكد من أنها متوافقة مع الشريعة؛
- إجابة اللجنة على الأسئلة والاستفسارات المطروحة حول سوق الأوراق المالية الإسلامية من ناحية العمليات أو الأحكام التي أصدرتها؛
- توعية الأطراف الفاعلة في السوق الماليزي عن طريق الندوات والمؤتمرات والدورات التدريبية.<sup>11</sup>

## المحور الثاني: واقع منتجات الهندسة المالية الإسلامية بماليزيا بالتركيز على الصكوك

شهد سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية نموا ملحوظا للأدوات المالية الإسلامية، خاصة الصكوك الإسلامية التي ساهمت بشكل كبير في تفعيل السوق الماليزي وجعلته في الصدارة.

### أولا: منتجات الهندسة المالية في ماليزيا

تشمل منتجات الهندسة المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي العديد من أشكال المعاملات المالية الهادفة لتحسين الأداء وكذلك تخفيض تكاليف المعاملات وتسهيلها، والتي تكون متوفرة على المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

### 1- الأدوات التمويلية: تتمثل الأدوات التمويلية بماليزيا في مايلي:

**1-1- الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف:** إحدى الآليات التي من خلالها تستطيع المؤسسة المصرفية التي تعاني عجز الحصول على استثمارات من المؤسسات المصرفية ذات الفائض، وتكون على أساس المضاربة وتتراوح المدة بين يوم إلى 04 شهر، ومعدل العائد يعتمد على معدل الربح الإجمالي قبل توزيع الاستثمارات التي تدوم لمدة يوم واحد، ونسبة الأرباح قابلة للتفاوض بين الطرفين؛

**2-1- قبول الودائع بين المصارف:** هي إحدى المعاملات بين بنك نيجارا ماليزيا والمؤسسات المصرفية الأخرى؛

**3-1- اتفاقية البيع وإعادة الشراء:** هي إحدى المعاملات التجارية تتم بين طرفين، حيث يقوم البائع ببيع بعض الأصول إلى المشتري بسعر متفق عليه، ويتم إبرام اتفاقية أخرى يتعهد المشتري ببيع الأصول المعنية إلى البائع بسعر يتم الاتفاق عليه؛

**4-1- حين الإصدار:** إحدى المعاملات التجارية الخاصة ببيع وشراء السندات قبل إصدارها؛

**5-1- اتفاقية الرهن الأولي:** بموجبها يقدم المقرض قرضا للمقترض وفق مبدأ القرض الحسن، بشرط أن يودع المقرض سندات المديونية على سبيل الرهن لتكون ضمانا للقرض الممنوح، ويحق للمقرض بيع هذه السندات في حالة عجز المقرض عن السداد عند موعد الاستحقاق.

## 2- الأدوات المالية: تتمثل الأدوات المالية المتداولة في ماليزيا فيما يلي:

**1-2- الإصدارات الاستثمارية الحكومية:** تم تقديم هذا النوع لأول مرة في جوان 1983 وفقا لمبدأ القرض الحسن، ووفقا لنظام الشهادات فإن القرض يرد لأصحابه مرة أخرى من الحكومة لكن دون عائد أو نفع مادي، وحصيلة هذه

الشهادات تمكن الحكومة من إتمام مشروعاتها الاستثمارية دون الحاجة إلى زيادة كمية النقود المصدرة أو فرض ضرائب على الممولين وتعتبر ناجحة لتحقيقها عنصر الكفاءة الاقتصادية.

## 2-2- السندات المالية الإسلامية القابلة للتداول: يندرج نوعان من الأوراق التجارية في هذه السندات:

- الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع: يطبق هذا النوع مبدأ المضاربة حيث يتم إيداع مبلغ المال لدى المؤسسات المصرفية المالية ويدفع لصاحبه في ميعاد محدد في المستقبل؛

- صك المديونية القابل للتداول: يتضمن بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقدا بسعر متفق عليه ويتم فيما بعد شراء الأصول بالقيمة الأصلية مضافا لها الربح ويتم التسوية في وقت متفق عليه في المستقبل.

## 2-3- سندات المديونية الخاصة الإسلامية: طرحت فكرة هذه السندات في ماليزيا سنة 1990، وتعد من أشكال التعاملات البارزة في السوق في هذا الوقت بناء على مبادئ البيع بثمن آجل، المراجحة والمضاربة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

## 2-4- الكمبيالات الإسلامية المقبولة: وهي سندات بدون فائدة صدرت أول مرة سنة 1991 بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية؛

## 2-5- صكوك أخرى: صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول وهي مستندات قصيرة الأجل وأصدرت أول مرة سنة 2000، تتداول في السوق الثانوي وتصل مدة الانتفاع بها إلى عام واحد، تعتبر وسيلة لإدارة السيولة، و سندات كاجاماس للمضاربة أصدرت في مارس 1994 بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين.

## 3- الدينار الذهبي الإسلامي: تعود فكرة الدينار الذهبي الإسلامي المصدرة من طرف ماليزيا إلى دار سك العملات الإسلامية، والمهدف منه قيام سوق إسلامية مشتركة بعملة موحدة (الدينار الذهبي الإسلامي)، وإحلال الدينار الذهبي الإسلامي محل الدولار الأمريكي كعملة دولية في العالم بدلا من الدولار، لأن أسعار العملات الورقية في تذبذب مستمر وليس كالذهب الذي يحتفظ بقيمته من خلال امتلاكه كمعدن ثمين.

الدينار الذهبي الإسلامي هندسة مالية متطورة يمكن أن يعطي مثالا آخر لهندسة مالية جد متطورة ونجاحه كعملة إسلامية موحدة يعتمد على إقبال الدول الراغبة به كعملة رئيسية، ومن خلاله يمكن تحقيق عدة فوائد هي:

- لن تحتاج الدول لاحتياطات من العملات الأجنبية لإتمام المبادلات التجارية فالدينار الذهبي عملة لتسهيل التجارة الدولية وزيادة حجمها؛

- يقلل من عمليات المضاربة في العملات الورقية التي أدت إلى أزمة العملات الآسيوية 1997؛

- إن وجود وحدة نقدية واحدة بين دول العالم الإسلامي سيزيد ذلك من حجم التبادل التجاري بين الدول الإسلامية، وسيساهم في زيادة النمو الاقتصادي إذا توفرت الشروط اللازمة لنجاحه؛

- لأن الذهب كعملة في حد ذاته ليس سند بالتعهد عند الدفع إنما سلعة لها قيمتها، لن يترتب عن استخدام الدينار الذهبي أية آثار تضخمية؛

- توفير مزايا تنافسية للمنتجات التي تنتجها الدول الإسلامية داخل العالم الإسلامي تفتح أمامها أسواق العالم دون الحاجة لفرض أي قيود على صادرات دول العالم الأخرى بما يتعارض والقوانين الدولية؛

- سيساهم في تخفيض تكاليف صرف العملات، ويمكن أن تتوسع التجارة العالمية بالفعل نظرا لخفض تكلفة الأعمال .
- وبالتالي فالدينار الذهبي الإسلامي يعتبر منتج متطور لصناعة الهندسة المالية الإسلامية لتحقيقه المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، كما يمكنه أن يكون بذرة لتحقيق الوحدة النقدية الإسلامية<sup>12</sup>.

#### ثانيا: الصكوك الإسلامية الماليزية

تشهد سوق الصكوك الإسلامية الماليزية تطورا ملحوظا، وذلك يرجع لامتعتها ببنية قوية وصناعة مالية تعتمد على الأساس الإسلامي.

#### 1- إصدار الصكوك في ماليزيا

- تم إصدار عدة أنواع للصكوك الإسلامية منذ إنشاء سوق رأس المال الماليزي من خلال عدة مراحل
- 1-1- مراحل إصدار الصكوك في ماليزيا:** مرت الصكوك بعدة مراحل في إصدارها قبل الوصول إلى ماعليه الآن الأمر الذي جعلها تمتلك سوق صكوك رائدة عالميا، وهذه المراحل ملخصة في الجدول التالي:

#### الجدول رقم-1- مراحل إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

| السنة | المراحل                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       | إصدار شركة Shell MDS Sdn Bhd أول صك إسلامي بالرنجت الماليزي                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|       | إطلاق شركة Khaznah أول صك مراجعة من قبل الحكومة لإنجاد صك بديل للسندات التقليدية المحلية.                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 2000  | إقرار لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستثمرين الشرعيين المستقلي                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2001  | إصدار شركة Kumpulan Guthrie Bhe أول نوع من صكوك الإجارة بمبلغ 150 مليون \$ وكان الإصدار مدرجا في مركز لبوان الدولي للتبادل LFX                                                                                                                                                                                                                        |
| 2002  | إطلاق الحكومة الماليزية صكوك إجارة دولية بمبلغ 011 مليون \$ وأصبحت أول دولة تصدر صكوك حكومية عالمية.                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2003  | إصدار شركة Anbang Sentosadh Bhd أول صك لإسلامي وفق صيغة الاستصناع من ميزانيتها ل2004                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2004  | إصدار لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية؛<br>إصدار شركة Ingress أول سندات إسلامية اعتبارية بنموذج الصكوك الإسلامية؛<br>إطلاق أول صكوك إجارة دولية لمدة 5 سنوات بمبلغ 051 مليون \$ وهي مدرجة في LFX ؛<br>إصدار إحدى المؤسسات المالية التابعة للبنك الدولي أول صكوك عالمية من نوع صكوك البيع بثمن اجل بقيمة 500 مليون رنجت ماليزي.  |
| 2005  | أكبر عملية إصدار بالعملة المحلية الماليزية للصكوك الإسلامية من طرف البنك الدولي بمبلغ 760 مليون رنجت؛<br>إصدار أول صكوك مشاركة بقيمة 2.5 مليون رنجت؛<br>إصدار أول صكوك المضاربة بقيمة 80 مليون رنجت.                                                                                                                                                  |
| 2006  | إطلاق أول مؤشر دولي لصكوك في كوالالمبور وعرف ب Dow Jones Citigroup وهو مؤشر يقيس عمل الصكوك الإسلامية ذات الإيراد الثابت التي تحكمها ضوابط الاستثمار الشرعي، وأنشئ لمساعدة المستثمرين على الذين يريدون التعرف على استثمارات الإيرادات الثابتة الشرعية؛<br>إطلاق شركة Kzanah National Behrad أول صكوك مشاركة للشرعية قابلة للتداول بقيمة 750 مليون \$. |

|      |                                                                                                                                          |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2007 | إصدار أكبر صكوك قابلة للتداول بقيمة 850 مليون \$ من قبل Kzanah National Bhd .                                                            |
| 2008 | إصدار أول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص ممولة من طرف بنك التنمية الإسلامية، من طرف شركة Tadamon Services Bhe بقيمة واحدة 1مليار رنخت. |
| 2009 | إصدار أكبر عرض للصكوك الإسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة Petroliom Nasoina IBhd الماليزية بقيمة 1.5 مليار \$.                            |

المصدر: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق

المالية الماليزية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف - الجزائر.

2-1- إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا: رغم ما يشهده الاقتصاد العالمي من أزمات مالية، غير أن الصكوك الإسلامية

واصلت تحقيقها لمعدلات مرتفعة في حجم إصدارها وانتشارها، وعموما كانت الإصدارات الماليزية تهيمن على

سوق الصكوك وهذا ما يبرز الدور الريادي لها، الجدول رقم 2- حجم إصدار الصكوك بماليزيا

| السنوات     | 2003  | 2004  | 2005  | 2006   | 2007   | 2008  | 2009   | 2010   | 2011   | 2012    | 2013   | 2014    |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| حجم الإصدار | 4.073 | 4.957 | 7.311 | 15.060 | 26.529 | 5.878 | 12.477 | 40.079 | 58.236 | 120.020 | 82.400 | 160.564 |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: بلومبرج، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، بيتك للأبحاث.

نلاحظ من خلال الجدول أنه يوجد نمو في حجم إصدار الصكوك الإسلامية الماليزية بنسبة 21.70 % بين السنتين

2003 و2004 حيث في السنة الأولى كان حجم الإصدار 4.073مليار دولار و الثانية 4957 مليار دولار، واستمر هذا

النمو في الارتفاع إلى غاية سنة 2007 ، حيث حقق معدل نمو إجمالي بنسبة 62.83%، ليتدهور حجم الإصدار في سنة

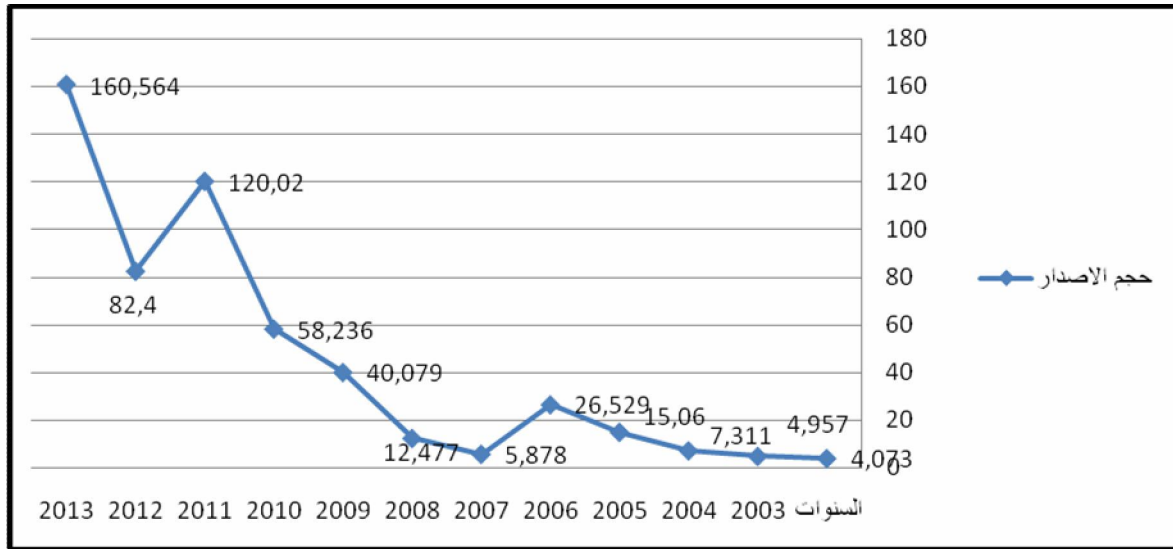
2008 إلى 5.878مليار دولار مقارنة بالسنة السابقة التي كان حجم الإصدار فيها 26.529 مليار دولار وذلك نتيجة

الأزمة المالية العالمية ، ليعاود الارتفاع إلى 12.477مليون دولار أي بنسبة نمو 112.26% في سنة 2009 ، ويستمر إلى

غاية سنة 2012معدل نمو إجمالي 113.49%، ليعود للانخفاض في سنة 2013 إلى 19.620 مليار دولار، وفي سنة 2014

بلغ 160.564مليار دولار أي بمعدل نمو 94.85%.

شكل رقم 1- حجم إصدار الصكوك بماليزيا.



2- أنواع الصكوك وتطور إصدارها في ماليزيا

في الفترة الأخيرة أصدرت ماليزيا صكوك مختلفة الأنواع متوافقة مع الشريعة الإسلامية وهذا في ظل وجود هيئات رقابية.

2-1- صكوك المراجعة والبيع بثمن آجل :وهي وثائق وشهادات ممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات

المديونية لجهة أخرى .

الجدول رقم 3-تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المراجعة في ماليزيا 2001-2012

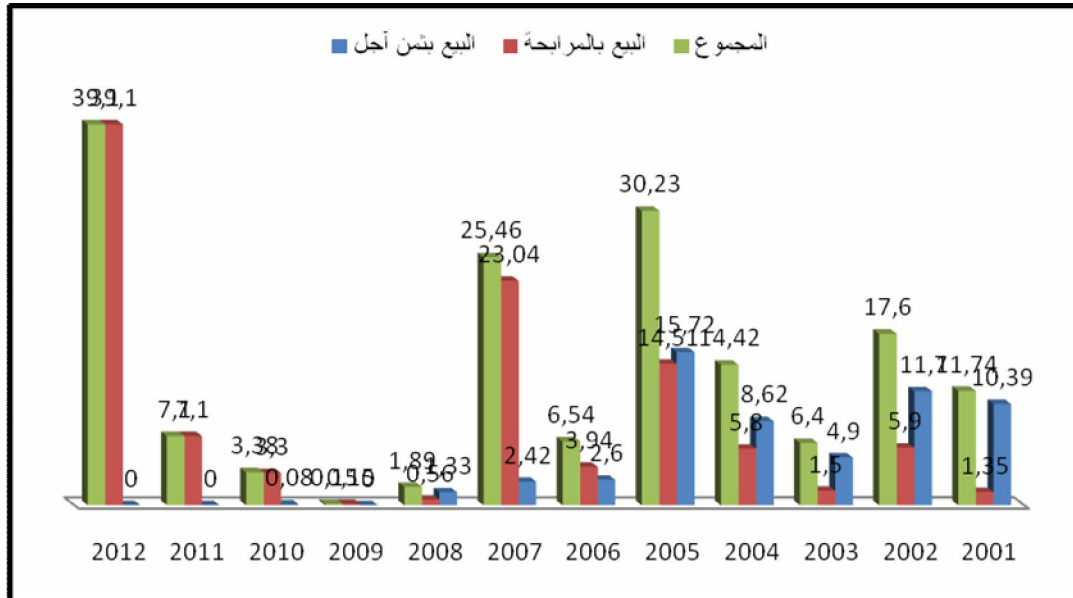
| السنوات         | 2001  | 2002 | 2003 | 2004  | 2005  | 2006 | 2007  | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------|-------|------|------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| البيع بثمن آجل  | 10.39 | 11.7 | 4.9  | 8.62  | 15.72 | 2.6  | 2.42  | 1.33 | 0.00 | 0.08 | 0.00 | 0.00 |
| البيع بالمراجعة | 1.35  | 5.9  | 1.5  | 5.8   | 14.51 | 3.94 | 23.04 | 0.56 | 0.15 | 3.30 | 7.10 | 39.1 |
| المجموع         | 11.74 | 17.6 | 6.4  | 14.42 | 30.23 | 6.54 | 25.46 | 1.89 | 0.15 | 3.38 | 7.10 | 39.1 |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الإلكتروني <http://www.iifm.net>.

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن إصدار صكوك المراجعة وصكوك البيع بثمن آجل قد حققا سيطرة كبيرة في سوق الصكوك الماليزية وذلك لسهولة إصدارهما وقدرتهما على خلق السيولة للمصدر، حيث أن هناك تذبذب في إصدار هذه الصكوك خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2012 ، ففي السنتين الأولتين ارتفع الإصدار من 11.74 بليون رنجت ماليزي إلى 17.6 بليون رنجت ماليزي، ليتراجع في سنة 2003 وذلك لظهور صكوك الاستصناع، وارتفع في سنة 2004 وسنة

2005 بمبلغ 30.23 بليون رنجت ماليزي وذلك لاعتماد ماليزيا على مشاريع التنمية المستدامة، واستمر التذبذب في الإصدار بعد ذلك إلى غاية سنة 2011 ، لتشهد هذه الصكوك عودة قوية في سنة 2012 لتصل 39.1 بليون رنجت ماليزي.

الشكل رقم 2- تطور إصدار صكوك البيع بثمان آجل وصكوك المراجعة في ماليزيا 2001-2012



من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 2-

2-2- إصدار صكوك الاستصناع: من إحدى منتجات سوق رأس المال الماليزي، تقوم على أساس التمويل المسبق أو بالدين للشئ المراد استصناعه، وتعرف حسب التجربة الماليزية بأنها الوثائق التي تمثل قيمة الأصول المستصنعة والتي يتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة. ولتداول هذا النوع من الصكوك اشترطت هيئة الأوراق المالية الماليزية ضرورة أن يكون هناك الضامن في العقد بين الجهة المصدرة والجهة الممولة لزمة الدين المستقر، وقد شهدت هذه الصكوك إصدارات نوعية ساهمت في تفعيل سوق إصدارات الصكوك.

الجدول رقم 4- تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا 2001-2012

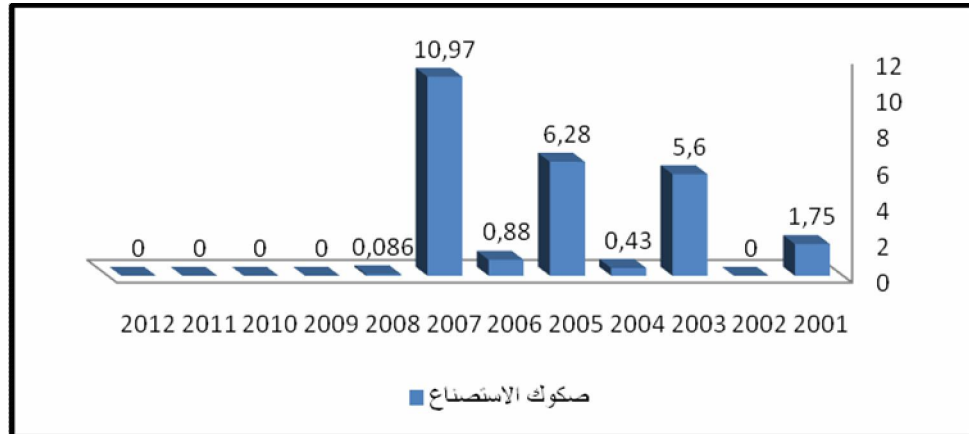
الوحدة: بليون رنجت ماليزي .

| السنوات        | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007  | 2008  | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|
| صكوك الاستصناع | 1.75 | 0    | 5.6  | 0.43 | 6.28 | 0.88 | 10.97 | 0.086 | 0    | 0    | 0    | 0    |

من إعداد: الباحثين بالاعتماد على الموقع الإلكتروني. <http://www.iifm.net>

يلاحظ من الجدول -4- أن أول مرة أصدر فيها هذا النوع سنة 2001 بقيمة 1.75 بليون رنجت ، إذ انخفض سنة 2004 إلى 0.43 بليون رنجت وذلك راجع للتعديل الضريبي المشجع للتمويل الإسلامي في المعاملات وذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول، لترتفع في سنة 2005 إلى 5.6 بليون رنجت ، لتنخفض سنة 2006 لإصدار صكوك المشاركة، ليصل في 2007 إلى 10.97 بليون رنجت ماليزي .

الشكل رقم -4- تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا 2001-2012.



من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم -4-.

2-3- إصدار صكوك الإجارة: عرفت في سوق رأس المال الماليزي أنها صكوك ملكية الموجودات المؤجرة وهي وثائق يصدرها مالك العين المؤجرة أو العين الموعود باستئجارها أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك وتتيح لحاملها الحصول على دخل الإجارة وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر فيها، والغرض من إصدار هذه الصكوك بيعها واستفتاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

الجدول رقم -5- تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا 2001-2012

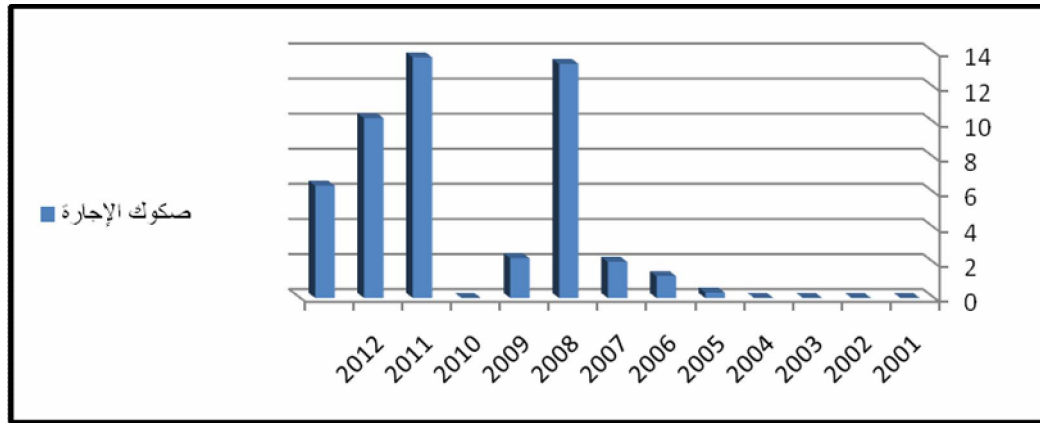
الوحدة بليون رنجت ماليزي

| السنوات      | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010  | 2011 | 2012 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
| صكوك الإجارة | -    | -    | -    | 0.31 | 1.25 | 2.06 | 1.34 | 2.26 | 0    | 1.371 | 0.25 | 0.40 |

من إعداد: الباحثين بالاعتماد على الموقع الإلكتروني: <http://www.iifm.net>

لم تطرح صكوك الإجارة خلال الفترة 2001-2003 وذلك راجع لرغبة الشركات المصدرة في إصدار صكوك المراجعة وصكوك بيع بثمن آجل، أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا في سنة 2004 بمبلغ 0.31 بليون رنجت، ليستمر في الارتفاع الطفيف إلى غاية 2007 ليصل إلى مبلغ 13.34 بليون رنجت ، ويلاحظ أن هناك ارتفاع كبير مقارنة بالسنوات السابقة وذلك راجع لإصدار صكوك الإجارة بالعملة الأجنبية وهي أول صكوك رائدة عالميا، وفي الفترة 2008 - 2012 كان هناك تذبذب في الإصدار بين الارتفاع والانخفاض.

شكل رقم 5- تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا 2001-2012



من إعداد: الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 5-.

4-2- إصدار صكوك المشاركة: هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف

حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المشاركة، وكان أول إصدار لهذا النوع سنة 2005 بقيمة 2.5 مليار

رنجت، لتعرف زيادة في نسبة إصدارها بشكل كبير بعدها.

الجدول رقم 6- تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا 2001-2012

الوحدة بليون رنجت ماليزي

| السنوات       | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006  | 2007  | 2008  | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| صكوك المشاركة | -    | -    | -    | -    | 5.46 | 29.44 | 70.35 | 22.20 | 33.5 | 16.7 | 50.7 | 13.5 |

من إعداد: الباحثين بالاعتماد على الموقع الإلكتروني: <http://www.iifm.net>

من الجدول يلاحظ أنه لا يوجد إصدارات لهذا النوع في السنوات الأولى لوجود أنواع أخرى مهيمنة على سوق

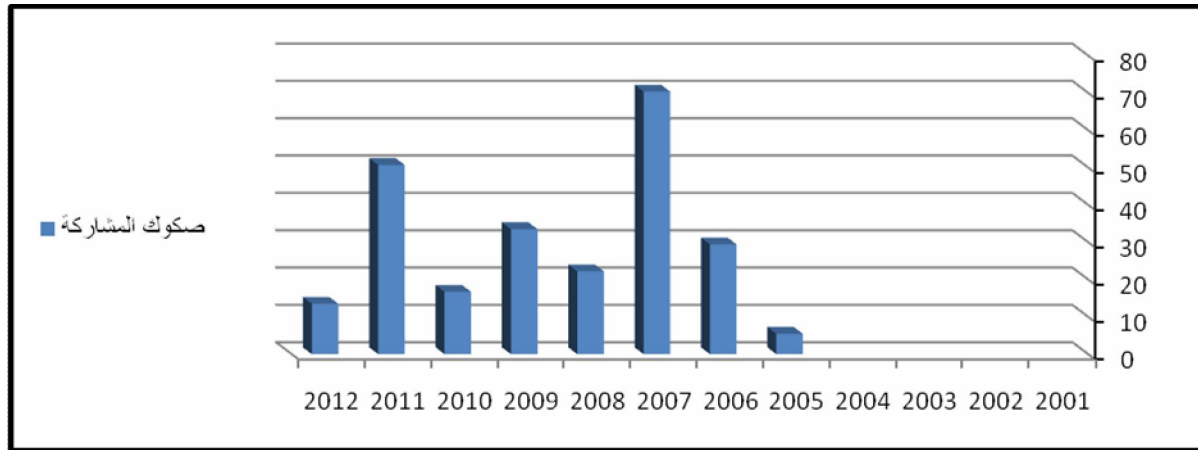
الإصدارات، لتبدأ إصداراتها الأولى في سنة 2005 بمبلغ 5.46 بليون رنجت ماليزي، وترتفع لغاية 2007 ليصل لمبلغ

70.35 بليون رنجت، لتشهد انخفاض إلى 22.20 بليون رنجت ثم ارتفاع إلى 33.5 بليون رنجت ماليزي في 2008 و 2009

على التوالي، ليعاود الانخفاض في سنتي 2010 و 2012 بينما ارتفع سنة 2011 بنسبة 50.7 بليون رنجت ماليزي و شهد

إصدار هذا النوع تذبذب.

شكل رقم 6- تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا 2001-2012



من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 6-.

2-5- إصدار صكوك المضاربة: عرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنها وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الأوراق للغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المضاربة. وكان أول إصدار لهذا النوع من الصكوك سنة 2005 بقيمة 80 مليون رينجيت.

الجدول رقم 7- تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا 2001-2012

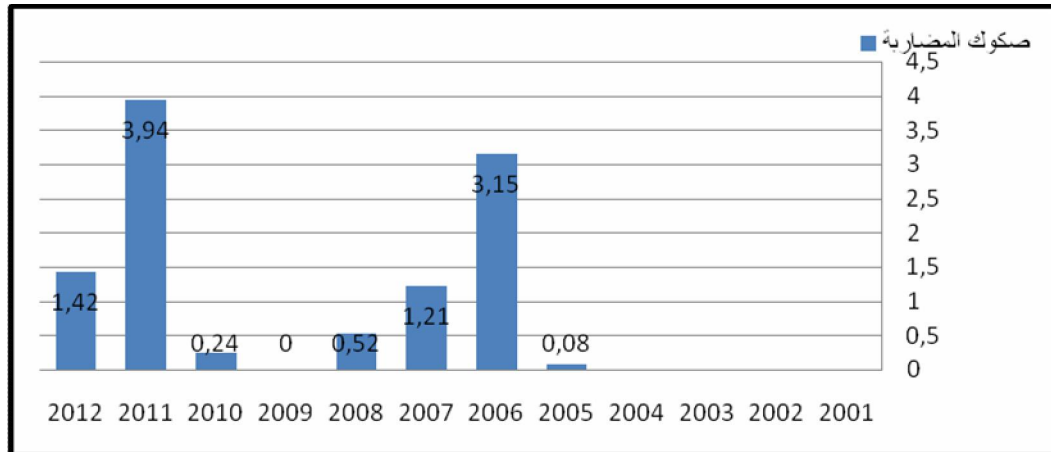
الوحدة: بليون رينجيت ماليزي

| السنوات       | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| صكوك المضاربة | -    | -    | -    | -    | 0.08 | 3.15 | 1.21 | 0.52 | 0    | 0.24 | 3.94 | 1.42 |

من إعداد: الباحثين بالاعتماد على الموقع الإلكتروني: <http://www.iifm.net>

يلاحظ من الجدول السابق ارتفاع كبير في الإصدار 2006 مقارنة بالسنة الأولى بمبلغ 3.15 بليون رينجيت والسبب يرجع لقيام اللجنة الاستشارية الشرعية على الاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح، واستمر في التذبذب بين الصعود والتزول حيث انخفض من الفترة الممتدة من 2007 إلى غاية، 2010 ليصل إلى مبلغ 0.24 بليون رينجيت، وفي سنة 2011 ارتفع إلى 3.94 بليون رينجيت ماليزي، ليعاود الانخفاض سنة 2012 إلى 1.42 بليون رينجيت ماليزي.

الشكل رقم 7- تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا 2012-2001



من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 7-.

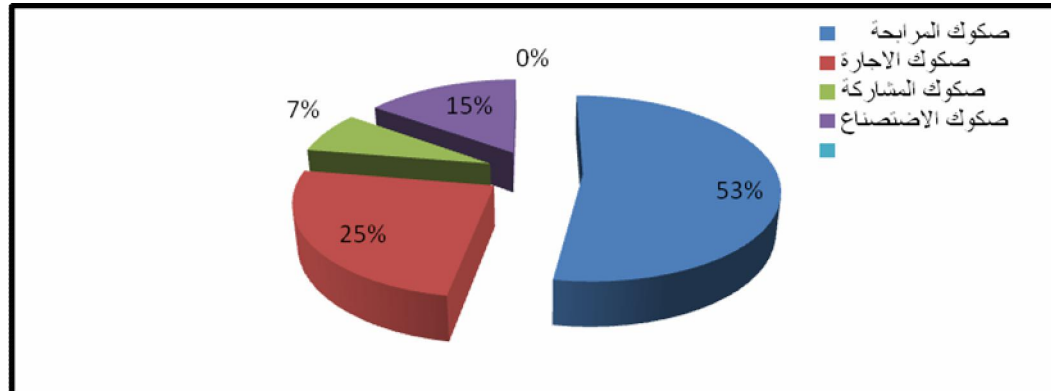
الجدول رقم 8- حجم إصدار أنواع الصكوك بماليزيا 2014-2003

| نوع الصكوك | صكوك المراجعة | صكوك الإجارة | صكوك المشاركة | صكوك الاستصناع | صكوك المضاربة |
|------------|---------------|--------------|---------------|----------------|---------------|
| النسب      | 51.7%         | 24.4%        | 7.2%          | 14.8%          | 1.9%          |

من إعداد: الباحثين بالاعتماد على الموقع الإلكتروني <http://www.iifm.net>

ظلت المراجعة مهيمنة في السوق الماليزية بحصة 51.7% من حجم إصدار الصكوك، بينما تراجعت حصة الإجارة إلى 24.4%، واستخدمت الشركات المصدرة صكوك المشاركة بنسبة 7.2% بينما حافظت كل من حصة صكوك الاستصناع على نسبة بلغت 14.8% وصكوك المضاربة على نسبة 1.8%.

الشكل رقم 8- حجم إصدار أنواع الصكوك بماليزيا 2014-2003



من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم 7-.

### 3- مكانة ماليزيا في إصدار الصكوك

#### 1-1- مكانة ماليزيا في إصدار الصكوك عالميا: كانت ماليزيا الأولى دائما في إصدار الصكوك الإسلامية، وتربعت

عالميا في هذا المجال الأمر الذي جعلها وجهة للمستثمرين من مختلف أنحاء العالم. وفي الجدول الم أولي توضيح أكثر لإصدار الصكوك عالميا:

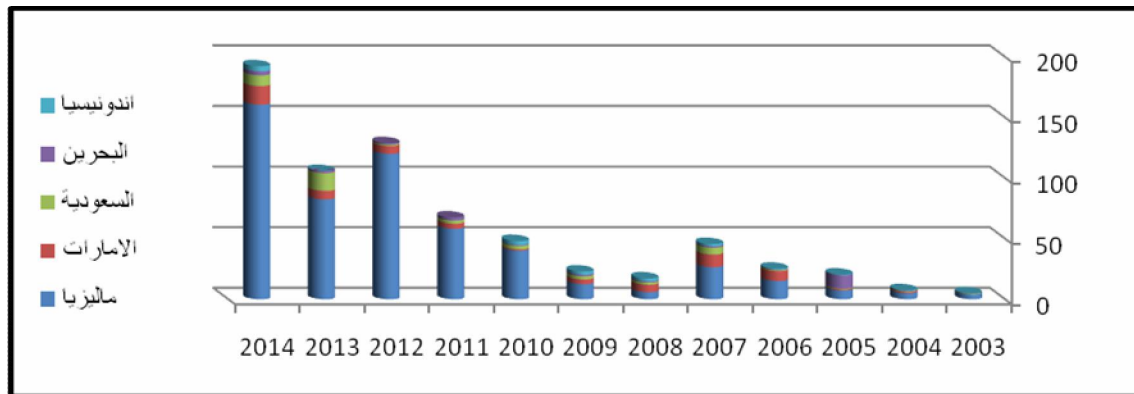
الجدول رقم 9- إصدارات الصكوك عالميا خلال الفترة 2003-2014

| السنوات<br>البلد | 2003  | 2004  | 2005   | 2006   | 2007   | 2008  | 2009   | 2010   | 2011   | 2012    | 2013   | 2014    |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|
| ماليزيا          | 4.073 | 4.957 | 7.311  | 15.060 | 26.529 | 5.878 | 12.477 | 40.079 | 58.236 | 120.020 | 82.400 | 160.564 |
| الإمارات         | 0     | 1.160 | 0.950  | 8.245  | 10.417 | 6.159 | 3.950  | 1.083  | 4.220  | 6.477   | 7.120  | 15.400  |
| السعودية         | 0.5   | 0.415 | 0.500  | 0.800  | 5.683  | 1.874 | 2.576  | 2.991  | 2.532  | 1.0517  | 14.690 | 8.830   |
| البحرين          | 0.230 | 0.454 | 11.113 | 0.418  | 1.137  | 0.891 | 1.405  | 0.722  | 2.532  | 1.284   | 1.680  | 3.264   |
| اندونيسيا        | 0.184 | 0.500 | 0.543  | 0.700  | 1.872  | 2.427 | 2.509  | 3.221  | 0      | 0       | 0      | 4.224   |

المصدر: بلومبرج، زاوية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، بيتك للأبحاث.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن ماليزيا تتقدم وتتصدر دول العالم في إصدار الصكوك، حيث سيطرت خلال 2003-2014 بعدد كبير من الإصدارات المتعددة التي بلغ قيمتها أكثر من 530 مليار دولار التي تمثل أكثر من 75% من إجمالي قيم الإصدارات العالمية، كما أن إصدارات دول مجلس التعاون الخليجي بلغت ذروتها، حيث احتلت الإمارات المرتبة الثانية من بقيمة تفوق 15 مليار دولار محققة نسبة 8%، ثم تلتها المملكة العربية السعودية في المركز الثالث عالميا بنسبة 4.6%، و اندونيسيا والبحرين في المرتبة الرابعة والخامسة على التوالي بنسبة 2.2% و 1.7%.

الشكل رقم 9- إصدارات الصكوك عالميا خلال الفترة 2003-2014



من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 9-

المحور الثالث: تقييم دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية وسبل الاستفادة منها في الجزائر

أولاً: تقييم ومتطلبات نجاح صناعة الهندسة الإسلامية في تفعيل سوق ماليزيا

سوق رأس المال الإسلامي الماليزي متفوق في مجال استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية وذلك من خلال ريادته

محليا وعالميا

### 1- تقييم التجربة الماليزية في صناعة الهندسة المالية الإسلامية

#### 1-1- مميزات التجربة الماليزية: تميزت ماليزيا بنجاحها في صناعة الهندسة المالية الإسلامية وذلك من خلال<sup>13</sup>:

- دور الدولة في إنجاح صناعة الهندسة المالية الإسلامية حيث توضح التجربة الدور المتميز الذي تقوم به الدولة باعتمادها على قوى السوق وآلياته في توجيه اقتصادها، وإشراك القطاع الخاص باعتباره المحرك الرئيسي في عملية التنمية، حيث يضم أكثر من ثلثي الاستثمارات المحلية، واستقطابها للاستثمارات الأجنبية مما يساعد في التنمية الاقتصادية للبلاد؛

- الريادة في فتح أول سوق مالي إسلامي بماليزيا ووضع أول نظام إسلامي للمعاملات؛

- الحرفية في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث أنها المتصدرة في مجال الصناعة المالية محليا ودوليا وبالأخص الصكوك الإسلامية؛

- العالمية: حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% و 15%، ويكفي أن أصول المصارف الإسلامية في الاستثمارات المختلفة بلغت 602 مليار دولار وأن حجم الصكوك الإسلامية 25 مليار دولار وأن حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المشتركة بلغت 3.3 مليار دولار.

وهناك خصائص أخرى منها:

- الهياكل التنظيمية في ماليزيا مكتملة تقريبا مقارنة بالدول الإسلامية الأخرى؛

- تعتبر التجربة الماليزية خاصة من حيث ازدواجية نظامها المالي، ويمكن أن تعطي مثالا يحتذى به لمعظم الدول التي تحتوي نفس النظام، كما تعطي أحسن مثال على تعايش الأسواق المالية الإسلامية والأسواق التقليدية ضمن نفس النظام المالي؛

- مساهمة جميع الأطراف في نجاح صناعة الهندسة المالية الإسلامية، فالدولة ساهمت في إنجاح العمل المالي الإسلامي من خلال إصدار سندات الحكومة وتوفير الدعم اللازم لها، والسلطات النقدية بإتاحة الفرصة له من خلال خضوعه لقوانين غير التي تسير التقليدي، والمؤسسات المالية التقليدية في تطوير صناعة الهندسة المالية الإسلامية بعد السماح لها دخول عالم المالية والصيرفة الإسلامية، والمجتمع الماليزي من خلال الإقبال على المنتجات المالية الإسلامية، وخير دليل إقبال غير المسلمين على ذلك.

- تميز التجربة الماليزية في صناعة الهندسة المالية الماليزية بالعالمية، فالمنتجات الإسلامية المتداولة خارج البلاد تفوق التي بداخلها؛

- التنوع والضخامة، والاستمرارية والتطور، فالمؤسسات المالية الإسلامية وحتى التقليدية في ماليزيا دائما تطور منتجات جديدة تناسب والحاجات الجديدة للمتعاملين.

## 2-1- التحديات التي تواجه التجربة الماليزية

تواجه عدة تحديات في تطوير السوق و المتمثلة في:

- عدم كفاية تنمية رأس المال البشري في الصناعة المالية الإسلامية؛
- تدني مستوى معرفة الأفراد بمبادئ الشريعة الإسلامية؛
- العمل على توسيع درجة انفتاح السوق، والتي تقاس من خلال عدد الشركات الأجنبية المسجلة فيها من ناحية، والتحرر النسبي لحركة رؤوس الأموال من جهة أخرى؛
- محدودية المنتجات وذلك لما تواجهه من تحديات فيما يتعلق بابتكار أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتطويرها وهيكلتها، ومن أهم التحديات التي تواجه المنتجات محدودة إصدارات الأطر القانونية والتنظيمية فضلا عن الإطار الضريبي المسيرة لإصدارها والتعامل بها، وهذا ما يجعلها محدودة وغير متنوعة؛
- مواكبة تنوع وتعدد الأدوات المالية المقدمة في سوق المال التقليدي، لإرضاء المتعاملين وتوسيع دائرتهم داخل النظام الإسلامي وبالتالي ينبغي تقديم الأدوات الكفيلة بتلبية احتياجات المتعاملين؛
- الإسهام الفعلي في تطوير التجارة وزيادة تأهيل قدرة الدول الإسلامية في تنمية أسواقها المالية، وذلك عن طريق إنشاء أسواق مالية حرة للعالم الإسلامي؛
- محاولة الاستمرارية في تطوير وتفعيل سوق رأس المال الإسلامي، لأن العبرة ليست من إمكانية إيجاد بل من إمكانية الاستمرار والمواصلة أيضا؛
- إشكالية الاتفاق حول مدى شرعية أسس صناعة الهندسة المالية الإسلامية، حيث يبقى سؤال مهم يتعلق بمدى الاتفاق حول شرعية الأسس التي قامت عليها العناصر الأساسية للعمل المالي والمصرفي الإسلامي في ماليزي؛
- مشكل تعميم النموذج الماليزي في صناعة الهندسة المالية الإسلامية، قد يطرح التساؤل حول إمكانية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصة تلك التي يكون اعتراض الفقه فيها على الأسس والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية في ماليزيا، فكثير من منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على بيع الدين بالدين وهي قضية تمثل نقطة خلاف بين الفقهاء.<sup>14</sup>

## 2- متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي

لا يمكن تفعيل وابتكار الأدوات المالية الإسلامية بدون توفر المكونات الضرورية والمتمثلة في:<sup>15</sup>

- **التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة:** السوق الماليزي الذي تتداول فيه الأدوات المالية لا تنتظم إلا إذا تحقق فيها الإفصاح الكامل، منعا من المضاربات الاحتكارات، وذلك بتوفير البيانات والمعلومات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات؛
- **توفر سوق رأس مالي ماليزي كفاء:** تتميز بالعمق حتى تجد الأدوات المالية الإسلامية مجالا للتسهيل ودور سوق الأوراق المالية الماليزية نشط في توسيع قاعدة المتعاملين فيها وتشجيع المؤسسات على الاستثمار لتحقيق العائد، أو اللجوء إليها عند نقص في السيولة.

وإذا كان دور سوق الأوراق المالية في النظام الرأسمالي حيويا في تقديم وظيفة التخصيص، وتحقيق الكفاءة والشفافية، فإن هذا الدور يبدو أكثر أهمية وإلحاحا في ظل النظام المالي الإسلامي، حيث تعتمد مؤسساته المصرفية والاستثمارية الإسلامية

بأنواعها في اكتساب العائد الناتج عن استثمار الأصول سواء بشكل منفرد أو بالمشاركة مع الآخرين، وهذه الأصول تتصف بانخفاض درجة سيولتها، وذلك يتطلب وقتاً أطول وتكلفة في المعاملات، وقد تحتاج هذه المؤسسات الإسلامية إلى السيولة لتعديل هيكلها أو اقتناص فرص ربحية، فعدم توفر سوق مالي ماليزي كفء يوفر السرعة في تحويل هذه الأصول إلى سيولة، فإن ذلك يترتب عليه اختلال في أداء هذه المؤسسات وانخفاض في الكفاءة؛

- **مراكز المعلومات:** من الضروري توفر معلومات عن الفرص الاستثمارية وربحياتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار، وتبدو الحاجة إلى المعلومات أكثر ضرورة في نشاط المصارف الإسلامية، لأنها تقدم تمويلاً وتقوم باستثمارات في القطاع الحقيقي، ولهذا فإنها تحتاج إلى معلومات دقيقة وصحيحة ومحدثة باستمرار عن الأسواق وربحية الاستثمارات؛

- **توفر خبرات فنية في الاستثمارات:** التمويل الإسلامي يتوجه إلى فرص استثمارية يتوقع لها توليد قيمة مضافة أعلى تتيح تحقيق عوائد للتوزيع، وتحتاج المصارف الإسلامية الماليزية لتوفير خبرات فنية متخصصة على مستوى مرتفع من المهارة والكفاءة في تقييم المشروعات وتحديد فرص الاستثمار، مما يتطلب الإنفاق على التنمية البشرية؛

- **تصنيف الشركات الماليزية:** الموارد المالية التي يتم حشدها باستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية توجه إلى توفير الاحتياجات التمويلية للشركات الماليزية، وبذلك من المهم أن يكون هناك تصنيف لهذه الشركات، يوفر جدارة تقديم التمويل لها، وهذا التصنيف ينبغي أن يكون قائماً على معايير، تنطلق من قواعد النظام المالي الإسلامي، أي أن يكون الحاكم فيها الجدارة الاقتصادية أي الكفاءة في استغلال الموارد المالية وتوليد قيمة مضافة مالية، بالإضافة إلى الجدارة الأخلاقية أي مدى الالتزام بقيم الأمانة والسلوك النظيف والبعد عن الفساد.

## ثانياً: معوقات الاستفادة من الصكوك الإسلامية في الجزائر

### 1- التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه الصكوك الإسلامية في الجزائر

يشكل غياب الإطار التشريعي والقانوني الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية في الجزائر عائقاً رئيسياً وتحدياً كبيراً في تفعيل التعامل بها خاصة في مجال تمويل الخطط التنموية للبلد ويمكن توضيح هذا العائق في عدة جوانب، بحيث لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري والتنظيمات التي يصدرها مجلس النقد والقرض والتشريعات الجبائية ذات الصلة بالنشاط المصرفي والمالي أحكاماً خاصة تهدف إلى مراعاة الخصوصيات والضوابط الشرعية للعمل المالي الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص، باستثناء بعض المنتجات المالية الجديدة التي تنسجم موضوعياً من حيث المبدأ مع قواعد الشريعة الإسلامية. والمقصود هنا منتجي الإجارة التمويلية والمشاركة في رأس مال الشركات .

وغياب الاعتراف القانوني الصريح بالصناعة المالية الإسلامية ككل والصكوك الإسلامية بشكل خاص، لم يشكل عائقاً يمنع وجودها والتعامل بها بقدر ما هو عامل كابح يحول دون تمكينها من ترجمة مبادئها وقواعدها الشرعية بشكل صحيح وكامل ومنسجم في الممارسة الميدانية للعمل المصرفي والمالي<sup>16</sup>.

وفيما يلي أهم المواد القانونية المنظمة للنشاط المصرفي والمالي غير المنسجمة كلياً مع التوصيف الشرعي لعملية إصدار والتعامل بالأدوات المالية الإسلامية وخاصة الصكوك الإسلامية:

1-1- على مستوى قانون النقد والقرض: بالرجوع إلى القانون رقم 10/90 لسنة 1990 والأمر رقم 3-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، يلاحظ هنا غياب تام لعقود التمويل الإسلامي والتي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها؛

2-1- على مستوى القانون التجاري: لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار بصفتها أنها تمثل حقوق ملكية متساوية القيمة ومشاعة في أعيان أو منافع أو حصص في شركات دون أن يكون لحامليها صفة المساهمين، فالقيم المنقولة التي يتيح القانون لشركات الأسهم إصدارها إما أسهم أو شهادات استثمار تمثل ملكية في رأس مال الشركة أو سندات بمختلف أنواعها تمثل ديونا عليها، إلا أنها لا تشكل بديلا عن صكوك المشاركة أو المضاربة وغيرها كأدوات استثمار قصيرة أو متوسطة المدى ذات سيولة وعائد أعلى، أما السندات فكونها أدوات دين فلا يمكن التعامل بها لاقت رن عوائدها بمعدل الفائدة المحرمة شرعا وعدم جواز تداولها بالقيمة السوقية حسب قانون العرض؛

3-1- على مستوى قانون توريق القروض الرهنية العقارية: بالرجوع على القانون رقم 05/06 الصادر بتاريخ 20 فيفري 2006 والمتضمن توريق القروض الرهنية، ويلاحظ أن هذا القانون يعرف عملية التوريق بتحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، أي أنه حصر عملية التوريق في الديون العقارية وهذا لا يتوافق مع التكيف الشرعي لأدوات الهندسة المالية؛

4-1- على مستوى قانون الضرائب: إن إصدار صكوك وفق القواعد الشرعية وبصفتها صيغ ناقلة للملكية قد تؤدي إلى معاملة ضريبية مجحفة بحق هذه الأدوات إذا ما قورنت بنظيرتها التقليدية، أي إذا طبقت عليها الأحكام الضريبية الخاصة بعقود البيع من ضريبة على القيمة المضافة والرسم على النشاط المهني إضافة إلى الضرائب رتب التي تخضع لها عائدات القيم المنقولة والمتمثلة في الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات، لكون معدل الفائدة هو المشكل لوعاء الضريبة بالنسبة للأدوات التقليدية، وهو ما سيؤثر على تنافسية الأدوات مقارنة بغريميتها التقليدية؛

5-1- على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر: بالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010، رفضت لجنة إدراج الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية مبررة ذلك بعدم COSOB تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تقوم SPV وجود سند قانوني أو تجاري يحكم فكرة الملكية وعدم وجود شركات ذات الغرض الخاص عليها هذه الأدوات.

## 2- الحلول المقترحة لإمكانية الاستفادة من الصكوك الإسلامية

هناك العديد من الحلول الممكنة اقتراحها على الهيئات المالية المعنية في الجزائر لإصدار والتعامل بالصكوك وذلك بإدخال التعديلات التالية:<sup>17</sup>

### 1-2- على مستوى قانون النقد والقرض: تتمثل في أهم النقاط التالية:

أ- إضافة بند في قانون النقد والقرض، يتم فيه الاعتراف بعقود التمويل الإسلامية (عقود المشاركة والمضاربة في تمويل المشاريع والعمليات التجارية مع تقاسم الربح والخسارة دون الحاجة إلى المساهمة في رأس مال الشركات، إحارة المنافع والخدمات، المراجعة، السلم...

ب - إضافة فقرة إلى الفصل المتعلق بمراقبة البنوك وتكون خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية المتعاملة بالصكوك الإسلامية بوضع نظام متكامل للرقابة الشرعية بدأ بتعيين هيئة رقابة شرعية من ذوي الكفاءة والاختصاص من قبل الجمعية العامة للمساهمين تعنى بمراقبة هذه المؤسسات ومدى احترام للضوابط الشرعية عند إصدارها وتعاملها بالصكوك الإسلامية؛

ج - توسيع مهام اللجنة المصرفية للتحقق من توفر البنوك والمؤسسات المالية التي تتعامل بالصكوك الإسلامية على نظام متكامل للرقابة الشرعية يكفل التزامها الفعلي بالضوابط الشرعية العامة والخاصة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية؛

د - اعتبار المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة أو المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إطارا مرجعيا لتقييم مدى التزام المؤسسات المتعاملة بالصكوك الإسلامية بضوابطها الشرعية.

2-2 - **على مستوى القانون التجاري**: إضافة فقرة للفصل المتعلق بالقيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة خاصة بالصكوك الإسلامية، باعتبارها تمثل:

- أ - حقوق ملكية مشاعة في أعيان ومنافع أو خدمات لصكوك المراجعة والسلم والاستصناع والإجارة؛
- ب - حقوق ملكية مشاعة في موجودات مشروع معين دون أن يكون لحاملها صفة وحقوق والتزامات المساهم، حيث يسمح بإضافة الصكوك الإسلامية كنوع من أنواع القيم المنقولة المتداولة في السوق المالي الجزائري والمذكورة في أحكام القانون التجاري بتداولها في بورصة الجزائر.

2-3 - **على مستوى قانون الضرائب**: إدراج مادة في كل من قانون الضرائب المباشرة والغير المباشرة وقانون التسجيل وقانون الطابع، تنص على أن تعامل عمليات البيع والشراء للصكوك الإسلامية المصدرة ضريبيا كعمليات ائتمان بالاعتماد على ما جاء في أحكام القانون التجاري؛

2-4 - **على مستوى تنظيمات مجلس النقد والقرض**:

- أ - **التنظيم المحاسبي**: تمكين المؤسسات المتعاملة بالصكوك الإسلامية من تقييد عمليات تداول السلع والمنافع والخدمات للصكوك الإسلامية طبقا للمعايير المحاسبية لهيئة المحاسبة والمراجعة؛
- ب - **التنظيم المتعلق بالشروط المصرفية**: السماح بإدراج العوائد المتغيرة للصكوك الإسلامية مع استبعاد ضمان القيمة الاسمية للصكوك والعائد؛

ج - **التنظيم الاحترازي (معياري كفاية رأس المال)**: الأخذ في الاعتبار الطبيعة الاستثمارية للصكوك الإسلامية في ترجيح في هذا الشأن والمتمثل في المخاطر المرتبطة بها، وذلك بالاستئناس بمعايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية في معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك؛

ثالثا : أسباب ضعف الجزائر في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية:

ترجع أسباب ضعف الجزائر في صناعة الهندسة المالية الإسلامية إلى النقاط التالية:

- حداثة التجربة الجزائرية في إنشاء بنك البركة الإسلامي مقارنة بالتجربة الماليزية؛
- قلة الفاعلين في مجال الاقتصاد الإسلامي حيث أن بنك البركة هو الوحيد الذي يعمل وفق الشريعة؛

- عدم اكتمال المنظومة المالية والمصرفية الجزائرية، فهيكّل النظام المالي والمصرفي الجزائري مكون أساسا من النظام المصرفي يليه مجموعة من المؤسسات المالية غير مصرفية في غياب تام للسوق المالية وانخفاض مساهمة القطاع الخاص وهو ما يوضح غياب المنافسة الحقيقية، وهذا لا يساعد على تطور صناعة الهندسة المالية الإسلامية؛
- عدم وجود أطراف وقوانين تحكم الهندسة المالية الإسلامية، وغياب سوق فعالة للأوراق المالية؛
- نقص الإطارات الكفاءة والمتخصصة في صناعة الهندسة المالية الإسلامية،
- عدم وجود هيئات رقابة شرعية على الأدوات المالية في الجزائر.

#### خاتمة:

إن أهم ما يميز أسواق الأوراق المالية في إطارها الإسلامي، تلك الضوابط والأسس المنبثقة من الشريعة الإسلامية، فهذه السوق لها مقومات مضبوطة بالشريعة وأدوات مستمدة لآلياتها من عقود الاستثمار الشرعية.

أما من ناحية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي فقد قام على أساس تقديم البدائل لسوق رأس المال التقليدي، وذلك بتوفير أدوات الهندسة المالية الإسلامية إلى المتعاملين في السوق، المؤسسات المالية الشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع أحكام الشريعة، فقامت الحكومة بالاجتهاد وذلك من خلال سعي السلطات الماليزية إلى أسلمة الأدوات المالية وجعلها تتماشى مع الشريعة الإسلامية بوضع أدوات مالية جديدة لسوق رأس المال الإسلامي وفي مقدمتها الصكوك الإسلامية لكي تحل محل الأدوات الربوية.

كما هو ملاحظ فلقد تزايدت أهمية الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة، بزيادة إصدارها سواء كان ذلك بالنسبة للشركات، الحكومات المصدرة أو بالنسبة للمستثمرين عامة أو للاقتصاد ككل.

ومن خلال ما سبق، تبين أن الصكوك الإسلامية ورغم كل الصعوبات والعراقيل التي تواجهها تعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية، التي سيكون لها دور كبير وأهمية بالغة في تطوير الأسواق المالية عامة وفي تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية خاصة، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية للأسواق المالية وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية.

تواجه الجزائر العديد من الصعوبات والتحديات في إمكانية الاستفادة من الهندسة المالية الإسلامية وإقامة أسواق مالية إسلامية تسهم في تشكيل مستقبل يكون أكثر إشراقا، ولكي تكون هذه الأسواق قادرة على تحقيق أهدافها يجب أن ينطلق ذلك كله من الخطط الاستراتيجية الجادة التي يتم تبنيها لمواجهة تحديات الصناعة المالية الإسلامية وأسباب ضعفها.

من خلال ما سبق يمكن عرض أهم المقترحات لنهوض بسوق المالي الجزائري من خلال تطبيق الهندسة المالية الإسلامية والمتمثلة فيما يلي:

- تقويم البنية التحتية للأسواق المالية الإسلامية على المستويين المحلي والعالمي، وذلك من خلال إعطاء دور كبير لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية، التعجيل بمشروع السوق المالية الإسلامية ووضعه موضع التنفيذ، ووضع المبادئ والمعايير التي يتم بموجبها الإشراف والرقابة على أدوات الهندسة المالية الإسلامية؛
- فتح فرص للإبداع والابتكار والاستفادة من التقنيات المعاصرة والتطورات الهائلة في مجال المعلومات لأن منتجات الهندسة المالية الإسلامية ليست بمستوى المطلوب؛

- العمل الجماعي لتكوين فريق يهدف إلى تهيئة المناخ العام للاستثمار من خلال تحديث القوانين التشريعية بهدف سد الفجوات التي تواجه عمل الأسواق عامة ومنتجات الهندسة المالية خاصة؛
- تمثل المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية ركيزة هامة من ركائز عمل منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وذلك لضمان اتفاق الممارسة الفعلية مع أحكام الشريعة الإسلامية،
- على الرغم من أهمية التعليم والتدريب والبحوث في نمو وتقدم أي نظام، إلا أن الجزائر لا تولي هذا الأمر عناية واهتمام، ولهذا يوصى بزيادة التنسيق ما بين الأسواق المالية الإسلامية والأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية بمراكزها المختلفة، لما لها من باع طويل في مجال التعليم والتدريب المالي والمصرفي الشرعي وتعمل على تدريس العلوم المالية والمصرفية الإسلامية بمستوى عالية.
- كما أن حسن الإعداد وتدريب وتأهيل الأفراد علميا وعمليا للعمل بمنتجات الهندسة المالية الإسلامية وتدريب وتأهيل العاملين حاليا، سيعمل على توحيد الرؤى والتوجهات وكذلك تنسيق النظم وأساليب العمل داخل وحدات السوق المالي الإسلامي؛
- زيادة التنسيق والتوسع في الاستثمارات المشتركة بين كل من الأسواق المالية التقليدية والإسلامية، بهدف خلق مناخ ملائم للتعايش وإرساء أسس قوية لعلاقات التعاون، الأمر الذي سيعمل على مد جسور متينة وفتح قنوات قوية للتعامل بمنتجات الهندسة المالية الإسلامية.
- نظرا لتحرر الأسواق وانفتاحها فإن الأسواق العالمية تتقارب بسرعة للتلاقي في سوق واحدة، وهذا يتيح فرصا بقدر ما يمثل تحديات، فمن ناحية ستتيح العولمة قدرا أكبر من تنوع الأدوات المالية مما يقلل من المخاطرة، ويفتح فرصا للجزائر لزيادة عملياتها وتنوع منتجاتها.
- وحتى تتمكن الجزائر من الاستفادة من الهندسة المالية الإسلامية فهي بحاجة لإنشاء سوق مالية إسلامية، وأن تكتسب منتجات مالية إسلامية الذي يحقق لها مزيدا من الكفاءة والتطوير والمنافسة وتحسين نوعية خدماتها وتطوير مشاريعها، كل ذلك يفرض على الجزائر بذل الجهود ومواجهة التحديات بما يهيئ لها ويمكنها من الاستفادة من منتجات الهندسة المالية الإسلامية وكذلك إنشاء سوق مالي إسلامي.<sup>18</sup>

#### الهوامش و المرجع :

- 1 - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال في ماليزيا، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، غزة، فلسطين، 2007، ص: 102.
- 2 - علي بو عبد الله، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 27، المسيلة، الجزائر، أوت 2014، ص: 16-17.
- 3 - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 104-106.
- 4 - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 102.
- 5 - علي بو عبد الله، مرجع سابق، ص: 17-18.
- 6 - محمد غزال ص: 171-172.

- 7 - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية والعربية، مذكرة دكتوراة (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف ، الجزائر، ص ص: 119-124.
- 8 - Securities Commission, What we do, Available at: [www.sc.com](http://www.sc.com), 30/11/2017 at 14:00.
- 9 - Asian bonds online, malaysia, market structure, overview, available at :[www.asianbondsonline.adb.org](http://www.asianbondsonline.adb.org), 30/11/2017 at 15:00.
- 10 - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص ص: 121-122.
- 11 - سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق ماليزيا ، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة، جامعة المدينة، الجزائر 2009/2008، ص: 165.
- 12 - عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ص: 204-210.
- 13 - نفس المرجع، ص ص: 211-213.
- 14 - أسامة محمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المسلم المعاصر، العدد 88 ، لبنان، 1998 ، ص: 90.
- 15 - عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، أيام 31 ماي 3 جوان 2009 ، ص ص: 31-32.
- 16 - ناصر حيدر، المتطلبات القانونية والتنظيمية والجبائية لإنشاء مؤسسات مالية إسلامية في الجزائر، الملتقى الدولي حول: صناعة الخدمات المالية الإسلامية وآفاق إدماجها في السوق المالي المصرفي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 17-18-1 أكتوبر 2001، ص: 15.
- 17 - ربيع بن زيد، سليمان ناصر، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 5-6-5 ماي 2014، ص ص: 18-19.
- 18 - فؤاد محمد محسن، آفاق الصيرفة الإسلامية، المؤتمر الأول للمصارف المالية والإسلامية حول: المنتجات المالية الإسلامية الواقع والتطلعات، سوريا 2009، ص ص: 11-13.