

الهندسة المالية الإسلامية وإنشاء سوق المال الإسلامي في الجزائر

أ. مؤذن عمر¹

أ. بن زيدي عبد اللطيف²

الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز دور وأهمية منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء وتطوير السوق المالي الإسلامي في الجزائر كبديل للسوق المالي التقليدي الذي يشهد تأخر وعوائق أثرت سلبا على فعاليته رغم الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي انتهجتها الجزائر بغية مسايرة التطورات التي شهدها العالم و المتمثلة في موجة التحرير المالي وظهور مفهوم العولمة اللذان يعتمدان بشكل أساسي على سياسة الابتكار المالي أو ما يسمى بالهندسة المالية.

الكلمات الدالة: الهندسة المالية الإسلامية، منتجات الصناعة المالية الإسلامية، السوق المالي الإسلامي.

Abstract:

This research paper aims to highlight the role and important of Islamic Financial Engineering products industry in the establishment and development of the Islamic Financial Market in Algeria as an alternative to Traditional Financial Market that testifies the delay and obstructions effected negatively on its effectiveness despite the economic and Financial reforms persuade by Algeria in order to keep pace with the development witnessed by the world and the wave of Financial Liberation and the emergence of globalization which depend mainly on the financial innovation policy or the so called the financial engineering

Key words: Islamic Financial Engineering, products of Islamic Financial industry, Islamic Financial Market.

¹ أستاذ مؤقت، جامعة أحمد دراية - أدرار ، omar.mo85@gmail.com

² أستاذ مؤقت، جامعة أحمد دراية - أدرار ، a.latifbenzidi@gmail.com

مقدمة:

أصبح التطوير الابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الاخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على أموال الناس، حيث تحتاج المصارف الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية، ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية مستحدثة تضمن لها نصيباً سوقياً يساعدها على الاستمرار بفعالية.

كما أن توفر سوق مالية إسلامية يتطلب وجود مصارف إسلامية تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المصارف التميز في تقديم أدواتها المالية، وتحقيق لها التميز على المصارف التقليدية، هذا من جهة ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لها في الأسواق، وعملية إصدار مجموعة متنوعة من الأدوات المالية وتداولها في السوق المالية الإسلامية تمثل تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية، يمكنها من استيعاب المدخرات على مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يساهم في تقويم مسار المصارف الإسلامية، فضلاً عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير الاحتياجات التمويلية هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والاندماج مع السوق العالمية.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي: كيف يمكن الاستفادة من الهندسة المالية الإسلامية لدعم إنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر ؟

تم تقسيم الدراسة إلى المحاور التالية:

- **المحور الأول:** الهندسة المالية التقليدية والإسلامية.
- **المحور الثاني:** تحديات السوق المالي الإسلامي في الجزائر.
- **المحور الثالث:** الهندسة المالية الإسلامية وتطوير السوق المالي الإسلامي في الجزائر.

المحور الأول: الهندسة المالية التقليدية والإسلامية

من التحديات التي تواجه المؤسسات المالية المسؤولية عن بقاء النظام المالي نظام متكامل من خلال استيعاب المنتجات الحديثة في الصناعة المالية، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال الأخذ بالهندسة المالية وابتكاراتها ومفهوم الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح و التخصص.

أولاً: الهندسة المالية التقليدية: تعرف الهندسة المالية (Financial Engineering) بأنها عملية البحث و تطوير منتجات مالية جديدة والخدمات التي من شأنها تلبية احتياجات العملاء¹، حيث تتضمن:

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان؛
 - ابتكار اليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية و التجارة الالكترونية؛
 - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان.
- الهندسة المالية هي عملية توظيف الرياضيات المالية ومهارات النمذجة الحاسوبية، والعديد من التطبيقات، بحيث تهدف إلى التحكم بدقة في المخاطر المالية أو القضاء عليها نهائياً، ويطبق أسلوب الهندسة المالية لحل المشاكل المتعلقة بتطوير المنتجات الجديدة، تقييم الأوراق المالية المشتقة، هيكلية

¹ Giampaolo Gabbi, What is Financial Engineering? www.econ-pol.unisit.it/.../financial_engineering_part_2.

المحافظ، إدارة المخاطر و سيناريو المحاكاة.¹

وتتمثل أدوات الهندسة المالية في الأدوات المالية التقليدية والحديثة؛ حيث تشمل الأدوات المالية التقليدية كل من الأسهم والسندات، أما الأدوات المالية الحديثة فتكمن في المشتقات المالية.

ويعد الغرض الأساسي من استخدام الهندسة المالية هو التحوط من مخاطر السوق، على أساس اعتبار أن هذه الأخيرة هي من أهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في الأسواق المالية.²

ثانياً: الهندسة المالية الإسلامية:

1- تعريف: يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وما يلزم ذلك من صياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار محددات وموجهات الشرع الإسلامي الحنيف.³

ويلاحظ على هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية (المشار إليه سابقاً) غير أنه أضاف عنصراً جديداً هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية. وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.

- ابتكار اليات تمويلية جديدة.

¹ ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية: تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007 - 2011، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 54.

² عبد العزيز فهمي هيكل، مقدمة في التأمين، دار النهضة العربية، 2003، بيروت، ص 747.

³ أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 2009، ص ص 6-7.

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع).
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما سيميزها بالمصادقية الشرعية¹.

2- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية: من أهم المبادئ التي يجب أن تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية نجد:

- **الوعي (وعي بالسوق وأحواله):** ويقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف... لأن الهندسة المالية تهدف أساساً و كما أشرنا سابقاً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الاعوان الاقتصاديين... مع استفادة جميع هؤلاء الاعوان.
- **الافصاح (بيان المعاملات وشفافيتها):** ويقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها و ذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل على الربا أو القمار... مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشرعية الإسلامية أو ما اتفقنا على تسميته بميزة المصادقية الشرعية للهندسة المالية يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.
- **المقدرة والالتزام (الالتزام بالشرعية الإسلامية في التعامل):** يقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، وبالالتزام بالشرعية الإسلامية. وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 8، 2012، ص 17.

مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشرعية الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالأولى، كما أنه ميزة لها¹.

3- أسس الهندسة المالية الإسلامية: كما تقوم الهندسة المالية الإسلامية على عدة أسس:

- **تحريم الربا:** حيث يعتبر البحث فيه مشعباً من النواحي الشرعية و مؤصلاً ومسنداً في كتب الفقه، لكن الغوص فيه ليس سهلاً للكثيرين، خاصة غير المختصين بالعلوم الشرعية، لهذا نجد من الاقتصاديين من حاول إيجاد نماذج لإعادة تقديم الربا بأسلوب يتناسب و اللغة العلمية المعاصرة ؛
- **حرية التعاقد:** المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، و بالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع؛
- **التيسير ورفع الحرج:** و تتضح أهمية هذه القاعدة في أن تقييد الناس والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج و تضيق عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم و هي متنوعة ومتزايدة. من هنا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية و أهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث أخرى، كل ذلك في إطار موجبات الشرع الإسلامي؛
- **التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:** هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي و ترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية².

ثالثاً: أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية الإسلامية و التقليدية

بالرغم من اشتراك المدرستين الإسلامية والتقليدية في الحاجة للابتكار في

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م، ص ص 08، 09.

² عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م 20 ع 2، م ع السعودية، 2007، ص ص 29-33.

وجود قيود تنظيمية، لكن الابتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة التقليدية. ويمكن التماس السبب في ذلك في الجوانب التالية:

1. **ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية:** إن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية. فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، و من شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة. بينما نجد الهندسة التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية. و عليه فمجرد بروز الفرصة للربح كاف في الالتفاف عليها؛

2. **انضباط الأحكام الشرعية:** إن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً وأحكاماً متناسقاً من الأنظمة البشرية، ويترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظراً لتطرق الخلل و التناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافاً للأحكام و القواعد الشرعية؛

3. **تحقيق مصلحة جميع المتعاملين:** إن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر رضا و قناعة بها. بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية و المصالح الكلية، وبين مصالح جماعات الضغط والمصالح العامة. وتبعاً لذلك ينشأ التناحر بين مصلحة المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

المحور الثاني: تحديات السوق المالي الإسلامي في الجزائر

تشكل الأسواق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي المعاصر، فبدون رواجها لا يمكن لأي اقتصاد تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق وظائف الأسواق المالية وأهدافها.

وفي ظروف التنمية التي تمتزج بتزايد حجم نشاط المؤسسات الاقتصادية

التي تلتزم بالعمل بأحكام الشريعة الإسلامية، تم إنشاء سوق المال الإسلامية في عدد من البلدان الإسلامية المعاصرة، مما ساعد على طرح أوراق مالية خاصة بها لتغطية احتياجات التمويل طويل الاجل. وفي هذا المحور من المداخلة سنحاول تسليط الضوء على نشأة السوق المالي الجزائري بالإضافة إلى دوافع ومتطلبات هاته السوق.

أولاً: السوق المالي ونشأته في الجزائر

1- السوق المالي:

يعرف السوق المالي بأنه مكان أو سوق، يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون معتمدون، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع و الشراء لقيم متداولة (أوراق مالية) أو أشياء غير موجودة (عقود) تحت نظر الاطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة)، أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية، ضماناً لحرية التعامل والعقلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية، بهدف توجيه و استخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية¹.

وينقسم السوق المالي إلى سوقين أساسيين هما:

- **السوق الأولية أو أسواق الاصدار:** هي سوق الاصدارات الجديدة، التي تتكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الأسهم والمكتتبين الاوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، والترويج والتسويق لتلك الاصدارات (الأوراق المالية) وتغطية الاكتتابات فيها من خلال منشآت مالية مصرح لها مثل: البنوك، وذلك قصد ضمان مهمة تمويل الاقتصاد الوطني.

- **السوق الثانوي أو سوق التداول:** هو المكان المخصص لتداول

¹ جمال لعامرة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 3.

الاصدارات السابقة، أو التي تم طرحها سابقا، ومحطها استثمار قائم من قبل وليس استثمارا جديدا، ومن خلال هذا السوق يستطيع المستثمرون ولمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس، عبر تقنيات العرض والطلب في هذا السوق. ومنه فإن السوق الثانوي هو الذي يشكل موضوع السوق المالي ككل، بمعاملاته ومؤسساته وعملياته الحاضرة والآجلة¹.

وتعد من أهم مؤسسات السوق المالي التي تتولى القيام بمختلف المعاملات المالية المؤسسات التالية: شركات السمسرة في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية، شركات رأس المال المخاطر، شركات الترويج والتغطية للاكتتاب في الأوراق المالية، شركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

1- نشأة السوق المالي الجزائري:

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلى الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 ودخلت حيز التطبيق في 1988 بصدر قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة. وقسم رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي و الذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم وزعت مابين صناديق المساهمة، و بذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم لتساير أحكام القانون التجاري لسنة 1975 المكمل لقانون عام 1988، ومنه فلا يمكن تطوير نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم؛ مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام. الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة. عمان، دار المسيرة، 2004/1425، ص 114.

• **المرحلة الأولى: 1990-1992:** اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات العمومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة في 12 جانفي 1988 من خلال إصدار القانون رقم 88-03. ومن جملة هذه الاجراءات تم إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة SVM مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة. و قد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية و قدر رأسمالها بـ 320.000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة كما عرفت هذه المرحلة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

-المرسوم التنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

-المرسوم التنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع و أشكال القيم المنقولة وكذا شروط الاصدار من طرف شركات رأس المال.

• **المرحلة الثانية 1992-1999:** لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجية ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي و الدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، و في فيفري 1992 تم رفع رأسمالها إلى 932000 دج، كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة BVM ، بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات، و قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس

بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تكفل بمهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حيث منحها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

ثانيا: السوق المالي الإسلامي و متطلبات إنشائه في الجزائر

1- السوق المالي الإسلامي:

يختلف مفهوم السوق المالي في الاسلام عن المفاهيم التقليدية السابقة الذكر، من حيث انه يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم، ومتفق عليه بين الاطراف المتعاملة، ووفقا لآجال مختلفة، بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية.

وتبرز أهمية وجود سوق مالي إسلامي في أن مؤسسات الوساطة المالية، ومنها أسواق المال، هي وسائل لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، و في عصر صار تحقيق ارتفاع مستمر في مستوى معيشة جميع الافراد غاية متفق على ضرورة الوصول اليها في كل المجتمعات، تصبح لأسواق المال أهمية بالغة وتؤدي وظائف أساسية في الحياة الاقتصادية المعاصرة، فإذا كان الأمر كذلك بالنسبة للمجتمعات بشكل عام فهو بشكل أخص بالنسبة للمجتمع الإسلامي.

و يضاف إلى ذلك مساهمة تكنولوجيات الاعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالي الإسلامي من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية و الاوربية و معاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ظل هذا النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالي الإسلامي على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة¹.

2- متطلبات إنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر

¹ جمال لعامرة، رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص7.

لا تتضح أهمية إقامة سوق مالي إسلامي بأقسامها المختلفة بمجرد إصدار قرار إنشاء سوق مالي إسلامي، وإنما يجب تحقيق متطلبات النجاح متمثلة باستيفاء عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجب توفرها في كافة أطراف السوق المالي الإسلامي، وبما يراعي خصوصية كل طرف - تتمثل هذه الأطراف في: السوق، الهيئات الاشرافية، الوسطاء الماليون، الجهات المصدرة للأوراق المالية و المستثمرون -، وفي سبيل تحقيق ذلك لا بد من تحقق جملة من الشروط:

• **الشروط المهنية:** تتمثل أهم الشروط المهنية اللازم تحققها سواء في الجهة المشاركة في السوق المالي الإسلامي، أو ما يتم تداوله من أدوات تابعة لها فيما يلي:

- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأسهم الجائزة شرعا، الصكوك الإسلامية، وحدات الصناديق الاستثمارية)، تحت اشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

- التأكد من التزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المعايير، كل بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة في سبيل ذلك بالإفصاح والتقارير، وتقارير المراجعين والمدققين الشرعيين الداخليين منهم، و الخارجيين.

- تحديد معيار كفاية رأس المال للأدوات المالية التي يكون لها جانب ائتماني، بحيث تقوم الجهات المالية الاشرافية بتحديدده، وتقوم الجهات المصدرة بتطبيقه، فيجب الاتفاق على النسبة التي لا يجب أن تتجاوزها نسبة السيولة النقدية عن الأصول الحقيقية، إذ ينبغي تحديد نسب معينة و ينبغي أن يخصص لكل قطاع نسبة خاصة به مراعاة إلى أن بعض المؤسسات المالية والجهات المصدرة لأدوات المالية يكون تعاملها بالنقد أكثر كالمصارف الإسلامية، وبعضها بالحقوق غير الملموسة أكثر كالأسماء التجارية.

- أن يتم اعتماد القيمة العادلة أساساً لإصدار الأدوات والأوراق المالية؛ خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة بحيث يأخذ بالاعتبار القيمة العادلة للأسهم القديمة، و القيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار مع الحرص على كون النسبة مقدرة تقديراً مناسباً.
- أن يتم مراعاة خصوصية الأدوات المالية إصداراً و تداولاً، ذلك لاحتتمال إمكانية كون الإصدار والتداول متعلق بالنقد والديون، أو الذهب والفضة، فلكل منها أحكامها الخاصة. فإن كانت موجودات الأدوات المالية نقوداً محضة يجب مراعاة أحكام الصرف عند تداولها، وإن كانت موجوداتها ديوناً محضة، فيجب مراعاة أحكام بيع الديون عند تداولها.
- أن يتم تداول الأدوات المالية وفق قواعد أساليب الاستثمار والتمويل الإسلامي، وبما يقلل المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية، و بما يمنع المضاربة غير المشروعة (المقامرة)، وهذا في إطار المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حتى تكون هذه الأدوات أدوات ملكية المقصود منها التحوط وليس المضاربة والمقامرة، بالتالي يمنع إجراء التسويات النقدية لأن فيها إشارة ودلالة على أن المقصود مضاربة قمارية ليس المقصود من المشتقات التحوط ضد المخاطر المعتبرة في الاقتصاد أو التمويل الإسلامي.
- أن يتم صياغة أنماط العلاقات بين المستثمرين و الوسطاء الماليين على أساس الوكالة بأجر حال كون الاستثمار المالي مغطى، في حين يتم اعتماد أساليب التمويل المشروعة كأسلوب المشاركة أو المrabحة أو القرض الحسن، مع الأخذ بعين الاعتبار الاداة المالية الممولة و الأصل المالي الممول حرصاً على كون بعض الأدوات و الأصول المالية لها أحكام خاصة كالذهب مثلاً.
- أن يتم وضع أسس مالية واضحة و صارمة تبين مقدار كفاية رأس المال للوسطاء الماليين المرخص لهم التعامل في السوق المالية ضماناً لحصول مقاصة مالية حقيقية في نهاية كل جلسة عمل بين الوسطاء وتحت إشراف

غرفة المقاصة في السوق بحيث يتم تغطية أثمان العمليات التي تم إجراؤها من قبل العملاء من خلال وسطائهم.

- أن يتم وضع الضوابط و القيود المالية التي تنظم سقف تمويل الوسطاء الماليين لعملائهم في السوق.

● **الشروط الفنية:** يقصد بالشروط الفنية الاجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في السوق المالية الإسلامية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط الهيئات الإدارية المشرفة على السوق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي.

تكون هذه الشروط محل التزام من قبل المتعاملين بالسوق المالي الإسلامي من الجهات التي تصدر عنها الأدوات المالية الإسلامية التي سوف يتم تداولها سواء كانت دولة أو شركة أو مؤسسة أو بنك أو جهة وساطة مالية، بحيث تمنع الهيئات المشرفة على السوق من إدارة و هيئات إشراف من لم يستكمل هذه الشروط العمل في السوق المالية ؛ بل يمكن إيقاع عقوبات على المتهربين من ذلك.

● **الشروط الشرعية:** إن السوق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط الشرعية، وفق منهج يضمن لها أن تلبي احتياجات حقيقية لاقتصاديات الدول الإسلامية، لا مجرد هيكل يمثل صدى للنموذج الغربي لأسواقهم المالية، وعيننا بوصفنا لها بأنها إسلامية ضرورة التزامها بالمنهج الشرعي في التعامل، إلا أن مجرد التزامها بهذا المنهج وحده لن يضمن لها أن تؤدي دورها بالكفاءة المطلوبة. ولذلك يجب إقرار الخطط اللازمة من أجل ترقية الاداء واصطفاء الهياكل وتطوير الإدارة والذي التمسناه من خلال

عرضنا للشروط المهنية و الفنية، فهذا أيضا مؤداه تحقيق قاعدة الاتقان المطلوبة شرعا¹.

المحور الثالث: الهندسة المالية وتطوير السوق المالي الإسلامي في الجزائر:

إن تدعيم السوق المالية الإسلامية بمنتجات ذات مصداقية شرعية وكفاءة اقتصادية من شأنه أن يتيح المجال لاستثمار فوائض الأموال المتراكمة لدى المصارف الإسلامية؛ وبالتالي تشجيع الاستثمار طويل الاجل بها، وتعتبر الصكوك الاستثمارية والمشتقات المالية الإسلامية التي كانت نتاجاً لهندسة مالية متوافقة مع ضوابط المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامية، تعتبر من المنتجات التي يمكن من خلالها تحقيق أهداف إدارة السيولة والمخاطر لدى المصارف الإسلامية.

أولاً: الهندسة المالية وتطوير السوق المالي الإسلامي

1- مكانة الهندسة المالية في تطوير السوق المالي الإسلامي

يمكن أن تظهر مكانة الهندسة المالية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطويرها، وذلك من خلال الجوانب التالية:

- تحتاج السوق المالية إلى تنوع في الأوراق المالية المتداولة، ودور الهندسة المالية هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة كما تطور وتبتكر أوراق مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى وتتوافق مع الشريعة الإسلامية.

- تحتاج السوق المالية إلى مؤسسات مالية متطورة، ودور الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي سيكون في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، ومن جهة أخرى

¹ رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، متاح على:

<http://9icief.sesric.org/presentations/Day1/Session16/2-99>

ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في هاته الأسواق، سواء من خلال التحوط، إدارة المخاطر.

• تطوير مؤشر إسلامي.

و تجدر الإشارة هنا إلى أنه لا يمكن اعتبار الاداة التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية الإسلامية وفق المنهج الإسلامي إسلامية، إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي:

- الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة، وهو شرط ضروريا غير كاف؛

- أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية إلى مؤسسات و شركات تتعامل بنظام الفوائد في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق و الأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد ولن سميت أرباحا؛

- ضرورة استثمار المواد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي¹.

ثانيا: نماذج لمنتجات مالية إسلامية مطورة بفعل الهندسة المالية الإسلامية:

تحتوي الهندسة المالية الإسلامية على عديد النماذج والمنتجات المالية المبتكرة، التي تحتاجها المؤسسات المالية الإسلامية من جهة لزيادة تنافسيتها وضمان ديمومة نموها، فضلا عن إدارة مخاطرها و زيادة ربحيتها من جهة

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م، ص 18-19.

أخرى¹.

1- **الصكوك الإسلامية:** يقصد بالصكوك الإسلامية " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول. أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفت بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله².

من هذا التعريف يتضح لنا الاتي:

- الصك أداة ملكية محددة لجمع الأموال من المستثمرين، ويمثل ملكية صاحبه الموثقة و الشائعة في موجودات المشروع؛
- الصك أداة ملكية لذلك فإن لأصحابه الحق في الأرباح التي يحققها المشروع (إن وجدت)، و يستلزم ذلك فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للهيئة المنشأة له؛
- قابلية الصك للتداول في البورصة، وهذه تمثل ميزة مفيدة جداً للمؤسسات المالية³.

• **صكوك المقارضة:** و تعرف بأنها: "الوثائق المحددة (والموحدة) القيمة والتي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع

¹ مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 83

² نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، العدد 254، 2011/09، الجزائر، ص 254

³ ع بدالكريم قندوز، مؤتمر الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006، ص 22

بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح، مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه السندات (الصكوك) أي فوائد¹. (و) تعتمد هذه السندات أو الصكوك في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصاً شائعة في رأسمال المضاربة متساوية القيمة، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح).

• **صكوك المشاركة:** وهي عبارة عن "صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يرفع اليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية. و من تطبيقات صكوك المشاركة، أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة من طرف ومالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء عقارات مثلاً تديرها جهة متخصصة و ذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم².

• **صكوك السلم وصكوك الاستصناع:** صكوك السلم هي "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة. لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق". أما صكوك الاستصناع فهي في حقيقتها كصكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة هي من قبيل الديون

¹ سامي حمودة، "الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها وإمكانات المحتملة لتطويرها"، "المصارف الإسلامية"، اتحاد المصارف العربية، 1989، ص 167.

² وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005، ص 909.

العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحاليتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري¹.

• **صكوك الإجارة:** وتعرف على أنها: "صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي. فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية".

• **شهادات الاستثمار الإسلامي:** تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها و جوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح و تحمل رب المال الخسارة، والمضارب يخسر عمله، تصدرها المصارف والمؤسسات المالية، ولا يقل أجلها عن عام، أو مضاعفات العام و هي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص، وشهادات الاستثمار العام².

2- نماذج لمنتجات مالية إسلامية تصدرها هيئات سيادية

• **شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم):** شهادات مشاركة البنك المركزي (وتعرف بأنها شهادة مشاركة تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك التجارية، وتنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان المركزي وتحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة بقيمة متساوية، ويستخدم بنك السودان المركزي هذه الشهادة من أجل تنظيم السيولة

¹ مداني أحمد، قندوز عبد الكريم، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملحق الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية" المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، ص 07.

² شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002، ص 161.

النقدية في الاقتصاد. بدء العمل بهذه الشهادة في العام 1998م وانتهى العمل بها في العام 2004م.

• **شهادات مشاركة الحكومة (شهادة):** وهي الشهادات التي ارتبط اسمها باسم الشركة وهي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة.

وتهدف شهادات شهامة إلى تحقيق الاتي:

- استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار.
- توفير أداة إسلامية شرعية لإدارة السيولة وإنفاذ السياسات المالية.
- تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.
- تحقيق عائد مجزٍ للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكون الشراكة الذي يحتوي على أكثر الشركات كفاءة و ذات أداء مالي عال.

• **صكوك الاستثمار الحكومية (صرح):** و التي يتم إصدارها على صيغة المضاربة و هي عبارة عن صكوك مالية تقوم على مبدأ الشرع الإسلامي تصدرها وزارة المالية و الاقتصاد الوطني وتنتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة. تهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تحقيق الاتي:

- تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار.
- إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوح.
- تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.

- توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنى التحتية.

- تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات

● **شهادات إجازة بنك السودان المركزي (شهاب):** والتي يتم إصدارها على صيغة الإجازة الإسلامية و يتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية .

و تهدف شهادات (شهاب) إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة و توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك و يتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك وعرضها للمستثمرين¹.

3- التوريق الإسلامي:

يعتبر التوريق من منتجات صناعة الهندسة المالية وهو يعتبر عملية تمويلية متطورة، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجازة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الانشاء ولا تتداول، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المرابحة و السلم و الاستصناع، والتي يزيد حجم التعامل بها رغم حداثتها على 180 مليار دولار و تتوسع يوماً بعد يوم و تتعامل بها بعض الدول الغربية.

أصبح الآجواء إلى التوريق* كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد

¹ شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي، 2009.

" بدأ هذا النشاط في البروز والتزايد مع بداية الثمانينات وبصفة خاصة مع نهاية عام 1982 بعد انفجار أزمة المديونية العالمية في الدول فلأمية طبقاً لخطة "برادى" في ذلك الحين و التي اقترح فيها تحويل مديونيات الدول الى سندات بدءاً بالمكسيك التي قامت بسداد الجزء الأكبر من ديونها عبر سندات ضمنيتها الخزنة الأمريكية، وقام بتمويلها صندوق للأدول والبنك الدولي مقابل برنامج للإصلاح الاقتصادي تقوم بتنفيذه. وقد بدأ بروز التوريق كظاهرة بشكل خاص بالولايات المتحدة في نهاية الثمانينات لحد إطلاق وصف " جنون الثمانينات The Frenzy of the 1980's " لإظهار تسارع البنوك على توريق ديونها.

فجوة التمويل ضرورة تتطلبها التطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية. والأوريق المصرفي (Securitization) هو إجراء يدرس تحت مظلة نظم التمويل المركب والأذونات المصرفية¹، وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة لأقدية للبنك².

ثالثاً: التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية والتوريق الإسلامي في الجزائر:

1- التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية يشكل غياب الإطار التشريعي والقانوني الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية في الجزائر عائقاً رئيسياً وتحدياً كبيراً في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية و خاصة في مجال تمويل الخطط التنموية للبلد، 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 دون أن يكون المقصود من وضع هذه الأحكام الخاصة مراعاة الأحكام الشرعية، والمقصود هنا منتجي الإجارة التمويلية أو ما أطلق عليه

¹ للمناقشة التفصيلية حول التمويل المركب وأدوات الائتمان ذات الصلة بالتوريق، أنظر الفصل 28 من المرجع: Caouette, John.I, Altman, and Paul Narayan, **Managing Credit Risk : The Next Graet Financial Chalange**, John Wiley and Sons, Inc, New York, 1998.

² راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقى الدولي الأول حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول للآمية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 2.

المشروع الجزائري (الاعتماد الإيجاري)، و المشاركة في رأس مال الشركات ويسمى في القانون الجزائري برأس المال المخاطر، يضاف إلى هاتين الحالتين نشاط إنشاء و إدارة المحافظ الاستثمارية المنصوص عليها في المادة 73 من قانون النقد والقرض¹.

وفيما يلي أهم المواد القانونية المنظمة للنشاط المصرفي و المالي غير المنسجمة كلياً مع التوظيف الشرعي لعملية إصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية:

• **على مستوى قانون النقد والقرض:** بالرجوع إلى القانون رقم 10/90 لسنة 1990 الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض نلاحظ غياب تام لعقود التمويل الإسلامية و التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها.

• **على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر (بورصة الجزائر):** بالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010 ،

رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى (السندات الإسلامية) ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات.

• **على مستوى القانون التجاري:** لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار بصفقتها تمثل حقوق ملكية متساوية القيمة ومشاعة في أعيان أو منافع أو حصص في شركات دون أن يكون لحامليها صفة المساهمين، فالقيم

¹ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، 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 سطيف، الجزائر، 2014، ص: 17.

المنقولة التي يتيح القانون لشركات الأسهم إصدارها إما أسهم أو شهادات استثمار تمثل ملكية في رأس المال الشركة أو سندات بمختلف أنواعها تمثل ديوناً عليها، ولأن الاستثمار في الأسهم لا يتنافى مع الضوابط الشرعية، إلا أنها لا تشكل بديلاً عن صكوك المشاركة أو المضاربة وغيرها كأدوات استثمار قصيرة أو متوسطة المدى ذات سيولة ويمكن عائد أعلى، أما السندات فكونها أدوات دين فلا يمكن التعامل بها لاقتران عوائدها بمعدل الفائدة المحرمة شرعاً و عدم جواز تداولها بالقيمة السوقية حسب قانون العرض والطلب¹.

- **الحلول المقترحة:** هناك العديد من الحلول الممكن اقتراحها على الهيئات المالية المعنية في الجزائر لإصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية، ونورد أهمها ما يلي:

- ضرورة وضع نظام قانوني وتشريعي وضريبي خاص ولوائح داخلية تنظم عملية إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية، إضافة إلى تنظيم وتخصيص محاكم قضائية لحماية حقوق حملة الصكوك وبما يتفق وأحكام الشريعة.

- لا بد من الاستفادة و مراقبة التجارب الدولية و تأصيل إصدار قانون للصكوك الإسلامية خاص بالجزائر؛

- التحديد الدقيق للطبيعة القانونية للصكوك كأدوات ملكية وليس دين؛

- تحديد مصادر القانون المطبق على هذه الصكوك (القانون الخاص بالصكوك ثم بالشريعة الإسلامية)، ومنحها الاختصاص القضائي للأقطاب

¹ ناصر حيدر: المتطلبات القانونية والتنظيمية والجانبية لإنشاء مؤسسات مالية إسلامية في الجزائر، بحث مقدم الى الملتقى الدولي حول: "صناعة الخدمات المالية الإسلامية وأفاق إدماجها في السوق المالي المصرفي الجزائري"، المدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 17 18 أكتوبر 2011.

- المتخصصة مع ضرورة تكوينها في هذا المجال، و تضيق نطاق ضابط النظام العام في تنفيذ القرارات التحكيمية الخاصة بمنازعات الصكوك؛
- تشكيل إما هيئة حملة الصكوك في كل إصدار أو هيئة وطنية عامة (جمعية وطنية) ممولة من جزء من رسوم الاصدار لحماية مصالح حملة الصكوك على الأقل.
- ضرورة التمييز بين المنشئ (Originator) ووكيل الاصدار (Issuer) حيث أن هذا الاخير عادة ما يكون الشركة ذات الغرض الخاص SPV، والفصل بينهما في الذمة المالية ضروري حتى لا يمكن لدائني المنشئ إدخال أموال وكيل الاصدار في الضمان العام؛
- وضع إطار كامل للتشريعات القانونية للتعامل بالصكوك الإسلامية، وذلك فيما يتعلق بالتنظيم القانوني لسوق التداول بالصكوك من جميع جوانبه، مثل قواعد التعامل، تحديد الوكالات المتخصصة في التقييم، تعيين شركات سمرة و شركات وساطة متخصصة و مؤهلة في مجال التعامل بالصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر¹.

2- التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه التوريق في الجزائر:

شهدت الساحة التشريعية - ولأول مرة - إصدار قانوناً خاصاً بالتوريق² سنة 2006 والذي يهدف إلى تحديد لأظام القانوني القابل للتطبيق على توريق القروض الرهنية المتعلقة بقطاع السكن، كما يسعى إلى تدعيم دور البنوك الجزائرية سواء من ناحية التمويل بتوفير المزيد من السيولة، أو مساعدتها على تحقيق المعدلات المستهدفة لكفاية رأس المال وفقاً لمعايير لجنة بازل الدولية،

¹ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، 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 سطيف، الجزائر، 2014، ص ص 18-19.

² قانون رقم 05-06 مؤرخ في 21 محرم عام 1427 الموافق لـ 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 12 مارس 2006، العدد 15.

بالإضافة إلى تنشيط سوق الأوراق المالية بتتويج الأوراق المالية المعروضة أو تحسين هيكل المعلومات.

يُعرّف القانون رقم 05-06 التّوريق على أنّه¹ "عملية تحويل القروض الرّهنية إلى أوراق مالية، وتتم هذه العملية على مرحلتين:

- تتنازل عن القروض الرّهنية من قبل مؤسّسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسّسة مالية أخرى.

- قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السّوق ممثلة للقروض الرّهنية².

الحكم الشرعي للتّوريق التقليدي يدخل في باب بيع الديون فالتّوريق بصورته الواهنة لا يجوز شرعاً، فهو في حقيقته بيع كالي بكالي، كما أن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها، وهذا يقع في دائرة الربا المحرم.

- منهج التّوريق الإسلامي: يعد التّوريق الإسلامي أحدث أداة مالية إسلامية، فقد تبنته عدة بنوك إسلامية كبنك قطر الإسلامي، وشركة رساميل الكويتية وغيره، وتبرز أهمية التّوريق البنكي الإسلامي في أنه وحسب هيئة الراجحي المصرفية " إذا سمح بالتّورق المصرفي سوف تستغني البنوك الإسلامية عن كل العقود والأدوات الإسلامية، وتكون عملية التّورق* هي العملية السائدة"³.

¹ أنظر المادة 02 من القانون رقم 05-06، الجريدة الرسمية، العدد 15، ص 14.

² راتول محمّد، مداني أحمد، دور التّوريق كأداة مالية حديثة في التّمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقى الدّولي الأول حول "سياسات التّمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسّسات - دراسة حالة الجزائر والدّول لأامية"، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 8.

* يختلف التّوريق عن التّورق في هذا الأخير يقوم البنك ببيع سلعة لعميله بالأجل ويوكل العميل البنك لبيعها نقداً ويسلمه المبلغ ثم يسدد العميل ثمن الشراء على أقساط وبذلك يحصل العميل على النقد المطلوب ويحصل البنك على الربح بين شرائه السلعة نقداً وبيعها للعميل بالأجل، في أن التّوريق يقوم على بيع مؤسّسة مالية الديون التي لها على الغير في صورة حوالة حق لشركة توريق التي تقوم بإصدار سندات بقيمة الدين وطرحها للاكتتاب العام كل سند بقيمة اسمية معينة.

³ يوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، التّوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدّولي الثاني الأزمة المالية الرّاهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص 13.

ولعلاج مشكل جفاف السيولة وحماية الأسواق المالية العربية من خطر الأزمات المالية الحالية والمستقبلية في حالة تطبيق التوريق الإسلامي للديون يجب تتبع طرقا عديدة. فإذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بالتزامها نقداً لعدم توافر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الاسباب الأخرى يمكنها تتبع أحد الطرق التالية¹:

- تحويل تلك الديون إلى أسهم، وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها. فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصاً من موجودات تلك المؤسسة، ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة.
- إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعاً عينية كالسيارات أو آلات أو غيرها، وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة. ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين: التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئاً مالياً وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها
- إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية، وإنما هي عين مملوكة مؤجرة تدر عائداً محدداً معروفاً².

• ملاحظات حول التوريق في الجزائر:

¹ د. عياشي فداد، "البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحث 56، الطبعة الأولى، 2000، ص ص 133-134.

² قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص 13.

- التوريق في الجزائر لا يزال يقتصر على تحويل الديون إلى سندات دون أسهم، لأن العملية الأخيرة تتطلب السوق المالية النشطة والوسطاء الفاعلة، وهي غير موجودة في الجزائر؛
- القانون الجزائري يحصر التوريق في القروض العقارية، نظرا للمخاطر الناجمة عن منح هذه القروض، مع أن التوريق يمكن الاستفادة منه في أنواع أخرى؛
- إن التوريق هو تعامل بسندات، بالإضافة إلى أنه بيع الدين للمدين (كما يحدث أحيانا في الجزائر)، فهو محرما شرعا، وبما أن بنك البركة الجزائري يمول السكن بطريقة إسلامية مثل الاستصناع أو الإيجار المنتهي بالتمليك، فقد استطاع أن يبرم اتفاقا مع شركة إعادة التمويل الرهني ينص على إعادة تمويل عملياته مقابل ضمانات تتمثل أساسا في تحويل ملكية العقار لصالح الشركة المذكورة¹.

خاتمة:

أثبتت الدراسات أن للهندسة المالية الإسلامية دورا كبيرا في انعاش الأسواق المالية الإسلامية، غير أنه ما يزال أمام الصناعة المالية الإسلامية تحد كبير يتمثل في إيجاد منهجية (إستراتيجية) واضحة في تطوير وابتكار المنتجات المالية الإسلامية، من تطوير وانعاش الأسواق المالية الإسلامية، فالكثير من المؤسسات المالية الإسلامية تعتمد إلى الآن على أسلوب التقليد و المحاكاة للمنتجات المالية الإسلامية، و هو ما قد يؤدي إلى أن تتحرف هذه المؤسسات عن الطريق الأصلي الذي وجدت لانتهاجه وهو الابتعاد قدر الامكان عن التمويل القائم على الدين.

¹ سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، متاح حتى 2014/09/03 على

<http://www.drnacer.net/mol taka.html>

أما بالنسبة لسوق المال في الجزائر هناك عوائق قانونية وتنظيمية وجبائية تحول دون نشر استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وتمثل تحدياً كبيراً أمام إصدارها وتداولها وبالتالي الاستفادة منها كأدوات لتمويل التنمية الاقتصادية.

المراجع:

أولاً: المراجع بالعربية:

1. الكتب:

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام. الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة. عمان: دار المسيرة، 2004/1425.

- عبد العزيز فهمي هيكل، مقدمة في التأمين، دار النهضة العربية، 2003، بيروت.

- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002

2. المذكرات:

- ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية: تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007 - 2011 ، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012
- مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.

3- الملتقيات العلمية الوطنية:

- أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الازمة المالية العالمية، الملتقى الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 2009،
- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006.
- جمال لعامرة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.
- رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي.
- عبد الكريم قندوز ، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م.
- سامي حمودة، "الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها وإمكانيات المحتملة لتطويرها"، "المصارف الإسلامية"، اتحاد المصارف العربية، 1989، ص167.
- د.وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الامارات العربية المتحدة، مارس 2005.
- مداني أحمد، قندوز عبد الكريم، الازمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني: "الازمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً ، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر.

- راتول محمد، مداني أحمد، دور الأوراق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقى الدولي الأول حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول للامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.

- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، 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 سطيف، الجزائر، 2014.

- ناصر حيدر، المتطلبات القانونية والتنظيمية والجباية لإنشاء مؤسسات مالية إسلامية في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: "صناعة الخدمات المالية الإسلامية وآفاق إدماجها في السوق المالي المصرفي الجزائري"، المدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 17 18 أكتوبر 2011.

- يوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني لازمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009.

4- المجالات:

- عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية - العدد - 8 - 2012

- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م20، ع2، السعودية، 2007

- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، العدد 09/2011، الجزائر.

- عياشي فداد، "البيع على الصفة للعين الغائبة و ما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحث 56، الطبعة الأولى، 2000.

5- القوانين:

- قانون رقم 05-06 مؤرخ في 21 محرم عام 1427 الموافق لـ 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 12 مارس 2006 ، العدد 15.

6- التقارير:

- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي، 2009.

7- المواقع الإلكترونية:

- <http://www.drnacer.net/mol taka.html>
- http://www.econ-pol.unisit.it/.../financial_engineering_part_2