

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق  
المالية الإسلامي  
حالة السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2001- 2010)

د. شرياق رفيق

أستاذ محاضر (ب) بجامعة قالمة - الجزائر

Email: cheriak.rafik@yahoo.fr

**ملخص:**

يحتل سوق الأوراق المالية الإسلامي مكانة هامة في الحياة الاقتصادية لما تقوم به من حماية للأموال والثروات الإسلامية واستثمارها وتمييزها من جهة، والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية من جهة أخرى، وساعد على ذلك وجود هندسة مالية إسلامية قائمة على ابتكار وتطوير عمليات وأدوات مالية وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف، ومن بين التجارب الرائدة في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي الذي يسعى لتقديم البديل الشرعي لنظيره التقليدي.

**الكلمات المفتاحية:** الهندسة المالية الإسلامية، سوق أوراق مالية إسلامية، سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي، الصكوك الإسلامية.

**Abstract:**

The Islamic stock market occupies an important rank in the economic life for its protection of the funds and the Islamic wealth and their investment and development on one hand, and

its maintainability of the financial and economic system of the Islamic nation's stability on the other hand, all this is facilitated by the presence of Islamic financial engineering based on the innovation and the development of the financial operations and instruments, and formulation of creative solutions of the of the funding problems, all under the guidance of the Islamic religion. Among the leading experiences in the field of Islamic financial engineering industry, the experience of the Malaysian Islamic stock market, which seeks to provide legitimate alternative to traditional counterpart.

**Key words:** Islamic financial engineering, Islamic stock market, Malaysian Islamic stock market Islamic Sukuk

### المقدمة

تشكل سوق الأوراق المالية أحد أهم أركان النظام المالي داخل الإقتصاد، لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاه للأفراد، ويعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامي فرصة لكل مستثمر مسلم، حيث تمكنه من اختيار الأدوات الأكثر نجاحا ومشروعية، وتعتبر هذه السوق محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النموالاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

ونتيجة للتغيرات المستمرة في البيئة المالية والاستثمارية، كان لابد لأسواق الأوراق المالية مواكبة هذا التغير بالبحث عن أدوات ومنتجات جديدة تتمتع بأقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد، ويتحقق هذا من خلال ما يعرف بالهندسة المالية باعتبارها تشكيلة تضم ابتكار

واستحداث وإيجاد الحلول المناسبة للمشاكل المالية، أما عن سوق الأوراق المالية الإسلامي، فهو بحاجة إلى هندسة مالية تستمد مبادئها من قيم الإسلام، وتوفر منتجات وخدمات تراعي المقاصد الشرعية في الأموال، وتسعى إلى تطوير منتجات تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

وقد برزت في السنوات الأخيرة العديد من أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، بعضها مازال مجرد تشريعات وتعليمات، والبعض الآخر لا يقوى على المنافسة رغم تطوره النسبي، والبعض الآخر احتل مكانة مهمة على الصعيد العالمي، ولعل من بين التجارب الناجحة في هذا المجال تجربة سوق الأوراق المالية الماليزي بشقيه الإسلامي والتقليدي.

#### إشكالية البحث:

من البديهي أنه لن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أدوات مالية شرعية، وأنه لن توجد أدوات مالية شرعية ما لم توجد هندسة مالية إسلامية تعمل على تطويرها وإيجاد حلولها.

ومن هذا المنطلق نطرح الإشكالية التالية: "ما الدور الذي يمكن أن تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق أوراق مالية إسلامية من خلال إمداده بالأدوات المالية الشرعية؟"

### أقسام البحث:

للإجابة عن الإشكالية المطروحة والإحاطة بالموضوع، قسمنا بحثنا إلى:  
أولاً: الهندسة المالية الإسلامية،  
ثانياً: سوق الأوراق المالية الإسلامي،  
ثالثاً: سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا ودور الهندسة المالية الإسلامية في تطويره.

### أولاً: الهندسة المالية الإسلامية

#### 1- مفهوم الهندسة المالية من المنظور الإسلامي

تعرف الهندسة المالية الإسلامية على أنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف<sup>1</sup>.

ويشير هذا التعريف إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن

العناصر التالية<sup>2</sup>:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.

- ابتكار آليات تمويلية جديدة.

<sup>1</sup>: عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، جدة، 2007، من الموقع: <http://eymoo.sudanforums.net/t84-topic>، بتاريخ 11 جانفي 2011.

<sup>2</sup>: أحمد محمد نصار، "الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي"، صحيفة الغد الأردنية، العدد 27، 2005، من الموقع: <http://islamfin.go-forum.net/t42-topic>، بتاريخ 24 جانفي 2011.

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية.

- أن تتميز الابتكارات بالمصادقية الشرعية.

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة الإسلامية من خلال حديث النبي صلى الله عليه وسلم، حيث قال "مَنْ سَنَّ سُنَّةً حَسَنَةً فَعَمِلَ بِهَا بَعْدَهُ، كَانَ لَهُ أَجْرُهَا وَأَجْرُ مَنْ عَمِلَ بِهَا، مِنْ غَيْرِ أَنْ يُنْقَصَ مِنْ أَجْرِهِمْ شَيْئًا، وَمَنْ سَنَّ سُنَّةً سَيِّئَةً فَعَمِلَ بِهَا بَعْدَهُ، كَانَ عَلَيْهِ وِزْرُهَا وَوِزْرُ مَنْ عَمِلَ بِهَا، مِنْ غَيْرِ أَنْ يُنْقَصَ مِنْ أُوزَارِهِمْ شَيْئًا"<sup>1</sup>، ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول لمختلف المشكلات المالية وغير المالية طالما كانت في صالح العباد<sup>1</sup>.

## 2- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية:

المقصود من الهندسة المالية الإسلامية هو تلبية مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار وعليه يمكن أن نحدد مبادئ الهندسة المالية الإسلامية في النقاط الأربعة التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>: رواه الإمام مسلم في صحيحه، ج02، ص ص704، 705.

<sup>1</sup>: فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، مجلد 26، الخرطوم، 09 جويلية 2008، من الموقع: <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=17702> بتاريخ 28 فيفري 2011.

<sup>2</sup>: محمد أحمد الجلي أبو ذر، "الهندسة المالية: الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، مجلة المقتصد الفصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، عدد17، اليمن، سبتمبر 2005، من الموقع: <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=13211> بتاريخ 10 جانفي 2011.

**2-1- مبدأ التوازن:** المقصود منه هو التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، سواء ما يخص المصالح الشخصية أو ما يخص المصالح الاجتماعية، وما يتعلق بتحقيق الربح، بالأعمال الخيرية، بالمنافسة وبالتعاون، فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات ووضعت الكل في الإطار المناسب.

**2-2- مبدأ التكامل:** ويقصد به التكامل بين المصالح الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية.

**2-3- مبدأ الحل:** ينطلق هذا المبدأ من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية.

**2-4- مبدأ المناسبة:** أي أن يتناسب العقد مع الهدف المقصود منه، تبعاً للقاعدة الفقهية "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".

### 3- خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

تهدف صناعة الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية مبتكرة تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

**3-1- المصادقية الشرعية:** وتعني أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر الإمكان، إذ ليس الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي أن نفرق بين دائرة ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون

نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، لأن الشرع صالح لكل زمان ومكان، وظروفُ الأفراد والمجتمعات تتفاوت وتتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر، بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام<sup>1</sup>.

**3-2- الكفاءة الاقتصادية:** يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسة<sup>2</sup>.

**3-3- الابتكار الحقيقي بدل التقليد:** يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر، الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية هو تلبية مصلحة حقيقية للمتعاملين

<sup>1</sup>: إبراهيم سامي السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد"، جريدة اقتصادية، العدد 29، 15 سبتمبر 2006، من الموقع: <http://www.palmoon.net/5/topic-3062.html>، بتاريخ 11 جانفي 2011.

<sup>2</sup>: محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة للملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، يومي 23، 24 فيفري 2001، معهد العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، ص20.

الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار<sup>1</sup>.

**3-4- التمويل بدل الإستثمار:** تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدل الإستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة والإستثمار<sup>2</sup>.

#### **4- مداخل الهندسة المالية الإسلامية:**

##### **4-1- مدخل المحاكاة**

والذي يعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة لا تخرج عن نفس النتيجة التي يحققها منتج الهندسة المالية التقليدية، وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حيث تثير الكثير من الجدل، فإن الأسلوب المتبع في توليد الأوراق والأدوات المالية قائم على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية، وإذا كان من أبرز مزايا هذا المدخل السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، فإنه لا يخل من الكثير من السلبيات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>: المرجع نفسه، ص 22.

<sup>2</sup>: إبراهيم سامي السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد"، مرجع سبق ذكره.

<sup>3</sup>: محمد عمر جاسر، "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "المصارف الإسلامية اليمنية - الواقع والتحديات"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، يومي 20، 21 مارس 2010، ص ص: 9-10.



#### 4-2- مدخل الأصالة والابتكار

ويقصد به البحث عن الإحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية، وأكد أن هذا المنهج أكثر كلفة سابقه، لكنه في المقابل أفضل جدوى وأكثر إنتاجية، إضافة إلى أنه يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية<sup>1</sup>.

#### ثانيا: سوق الأوراق المالية الإسلامي

##### 1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامي

سوق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي هي ذلك الإطار الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز المالي ليكتتب فيها أصحاب الفائض المالي

<sup>1</sup>: احمد علي هارون، "المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع إستراتيجية طموحة لدى الصناعة المصرفية الإسلامية"، جريدة الشرق الأوسط، العدد 10654، 29 جانفي 2008، من الموقع: [http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm\\_at\\_lmly\\_at\\_w\\_strtyjy\\_at\\_tWyr\\_lmntjt\\_lmly\\_at\\_lsmly\\_at](http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm_at_lmly_at_w_strtyjy_at_tWyr_lmntjt_lmly_at_lsmly_at)،

بتاريخ 28 جانفي 2011.

ويتداولونها عبر قنوات اتصال فعالة، وبصورة منظمة ومراقبة على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق<sup>1</sup>.

## 2- خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامي:

تتمثل الخصائص المميزة للتصور الإسلامي لسوق الأوراق المالية في<sup>2</sup>:

- سوق تقل فيه المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حظر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعمليات المضاربة، وبسبب السياسة المالية المعتمدة التي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، بينما تفرض عبئاً بسيطاً على الإمتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الإستثمار.

- سوق تعنى بالسوقين الأولي والثانوي على أساس أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز فقط على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشراً هاماً لتقدير مدى كفاءة السوق.

- سوق لا تشكل أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاته وإنما يشجع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، ويستحدث من الصيغ الإستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

<sup>1</sup>: محمد عدنان بن الضيف، "الإستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ( غير منشورة ) في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، دفعة 2007/2008، ص 174.

<sup>2</sup>: أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، ط1، 2006، ص ص 151، 152.

- سوق لا تتحكم فيه الإحتكارات والرشاوى ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق المالية فيها.
- الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق هي الأوراق المالية التي تجيز الشريعة الإسلامية إصدارها وتداولها.
- خلو عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامي من أي محظور شرعي.
- تجري أحكام وعمليات سوق الأوراق المالية الإسلامي بما يحقق المصالح المرجوة منها وبدرجة عالية من الكفاءة.

### 3- الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامي:

وضع الإسلام لسوق الأوراق المالية من الموازين ما يحقق لها الإستقرار والنمو من خلال ضوابط شرعية هي:

**3-1- حرية المنافسة:** وتظهر هذه الحرية في أسواق الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق<sup>1</sup>.

**3-2- الإفصاح:** نظراً لإتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي أمراً ضرورياً، ومن وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين، الرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة، بيان حجم المبيعات والطلب الكلي، دراسة توقعات السوق ومشاكل التسويق، بيان هياكل

1: زكرياء سلامة عيسى شنطاوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس، عمان، 2009، ص230.

الإدارة وصلاحتها وأساليب اتخاذ القرار وملائمة المشروع، نسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي، إضافة إلى تحديد المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها، مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم في حالة التقصير أو التعدي<sup>1</sup>.

**3-3- تحريم القمار:** تقوم المقامرة على سلوكيات ضارة لكسب فروع الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتماداً على حساسية السوق اتجاه هذه الإشاعات، ويتحول النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية بفعل سلوك المقامرين من الإستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كل من الثمن والسلعة، سعياً وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح خسروا<sup>2</sup>.

**3-4- تحريم الربا:** يظهر الربا واضحاً في سوق العملات والمعادن النفيسة، حيث يعتمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف، فيشترون العملة المطلوبة تسليماً آجلاً، ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عند الشراء باستخدام قروض مصرفية، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية المشتراة، وهو ما يسمى بالشراء بالهامش، حيث يتوقع المستثمر ارتفاع أسعار الأوراق المالية ليقوم ببيعها محققاً

<sup>1</sup>: المرجع نفسه، ص 231.

<sup>2</sup>: المرجع نفسه، ص 231.

ربحاً، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة<sup>1</sup>.

**3-5- تحريم النجش:** يظهر النجش في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال سلوك ومزاج جمهور المتعاملين في السوق الذين تحركهم غريزة الخوف لا دافع العقل<sup>2</sup>.

**3-6- تحريم الإحتكار:** فالإحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس نوع معين من الأوراق المالية في يد واحدة ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملاً آجلاً للوفاء بالتزامهم عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الأوراق، وقد حارب الإسلام الإحتكار وجعله محرماً<sup>3</sup>.

**3-7- تحريم الغرر:** يطلق الغرر على البيوع التي تحتوي على جهالة وخداع والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن، وقد حرمه الإسلام، ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تبرم دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يسلم ما باعه ولا المشتري يسلم ما اشتراه<sup>4</sup>.

1: قيصر عبد الكريم الهيبي، "أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية"، دار رسلان للطباعة والنشر، دمشق، ط01، 2006، ص43-46.

2: المرجع نفسه، ص ص 51، 52.

3: زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 232.

4: قيصر عبد الكريم الهيبي، مرجع سبق ذكره، ص ص 50، 51.

ثالثاً: سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا ودور الهندسة المالية الإسلامية فيه:

### 1- مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي

يتكون سوق الأوراق المالية الماليزي من سوق تقليدي وسوق إسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل<sup>1</sup>، وقد عرف هذا السوق من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه "السوق الذي تتوفر فيه فرص الإستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيه تلتزم التزاماً تاماً بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعاً مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما إلى ذلك"<sup>2</sup>.

2- الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي:

تنقسم هذه الأدوات إلى أدوات الملكية الإسلامية والصكوك الإسلامية.

<sup>1</sup>: سحاسورياني صفر الدين جعفر، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2006/2007، ص 12.

<sup>2</sup>: موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية: <http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type> بتاريخ 5 ماي 2011.

## 2-1- أدوات الملكية الإسلامية: وتتمثل في:

- 2-1-1- الأسهم العادية: تتمثل في الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً<sup>1</sup>.
- 2-1-2- وحدات صناديق الإستثمار الإسلامية: هي وحدات استثمارية (صكوك) تصدرها تلك الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم، ويعهد بإدارتها إلى جهة ذات خبرة واختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الإستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الإستثمار الإسلامية المتوافقة ومبادئ الشريعة<sup>2</sup>.
- 2-1-3- مؤشر الشريعة: في البورصة الماليزية يجري مؤشر الشريعة في معاملاتها، وهو معد ليعرف حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، ويتم قياس أدائها الإستثماري<sup>3</sup>.

ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

- أ- المؤشر الشرعي كوالالمبور: طرح هذا المؤشر الشرعي بتاريخ 17 أبريل 1999م لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين في الإستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع

<sup>1</sup>: سحا سورباني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص46.

<sup>2</sup>: نبيل خليل طه سمور، "أسواق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص110.

<sup>3</sup>: المرجع نفسه، ص110.

العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويشترط في الشركات التي يقاس أداؤها حسب هذا المؤشر أن تكون أنشطتها في الحلال<sup>1</sup>.

ب- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داوجونز:

بدأ هذا المؤشر عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، وهي أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، ولكنه طرح رسميا في 10 ماي 1996م، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة في ذلك الحين، ومنذ شهر جانفي 1998م أصبح المؤشر خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، والآن يعرف بالمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة- داوجونز، لأنه يخضع لمعايير داوجونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في لائحة البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>: Kuala Lumpur stock exchange, from: <http://www.klse.com.my>, 13 may 2011 .

<sup>2</sup>: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص48.



**2-2-2- الصكوك الإسلامية:**

وهي التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>1</sup>، وتصنف الصكوك الإسلامية في ماليزيا باعتبار الجهة المصدرة إلى:

**2-2-2-1- الصكوك الإسلامية الحكومية:** في عام 1983م أصدرت الحكومة الماليزية صكوكا حكومية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تدعى "شهادات الإستثمار الحكومي"، وتعد هذه الشهادات أول شهادات استثمارية دون فائدة، إذ تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، والغرض من إصدارها هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية وبالطبع فإن العائد عليها لا يحدد مقدما<sup>2</sup>.

**2-2-2-2- الصكوك الإسلامية للشركات:** هي عبارة عن أدوات مالية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل تصدرها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990م، وفي الوقت الحاضر تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل وأللمرابحة، الإستصناع، الإجارة، المضاربة والمشاركة<sup>3</sup>، وهي كما يلي:

<sup>1</sup>: صفية احمد أبو بكر، «الصكوك الإسلامية»، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي -3 جوان 2009، ص8.

<sup>2</sup>: الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية: <http://www.mida.gov.my/arabic/index.php?page=securities-market> بتاريخ 28 أفريل 2011.

<sup>3</sup>: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص50.

أ- **صكوك البيع بثمن آجل أو المرابحة:** تعرف صكوك البيع بثمن آجل أو صكوك المرابحة من الناحية التطبيقية في ماليزيا بأنها الوثائق والشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها، وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالثمن الآجل<sup>1</sup>.

ب- **صكوك الإستصناع:** تعرف صكوك الإستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الإستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة، وأول إصدار لصكوك الإستصناع في ماليزيا كان سنة 2003م من طرف شركة SKS power Sdn Bhd بقيمة 5,6 مليار رنجيت ماليزي، ومدة استحقاق هذه الصكوك من 5 إلى 9 سنوات<sup>2</sup>.

ج- **صكوك الإجارة:** تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها أو إصدارها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار أو عائد على رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر، ويتم إصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من

<sup>1</sup>صكوك المرابحة، من الموقع:

<http://ar.financialislam.com/157516041589160316081603-157516041573158716041575160516101577.html>, بتاريخ 17 ماي 2011.

<sup>2</sup>: محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص197.

حصيلة الاكتتاب فيها<sup>1</sup>، وأول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا كان في 3 جويلية 2002، أين أصدرت الحكومة الماليزية صكوك إجارة دولية بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار مدتها 5 سنوات، وهي صكوك متداولة في بورصة لابوان المالية العالمية<sup>2</sup>.

د- صكوك المشاركة: لا يوجد لها تعريف صريح من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، حيث تم الاكتفاء بوضع تعريف المشاركة كعقد استثمار، وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004م، حيث كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005م من طرف Musyara Kah Capital Bhd بقيمة 2,5 مليار رنجيت ماليزي<sup>3</sup>.

هـ- صكوك المضاربة: هي الأخرى لم يعط لها تعريفا صريحا، بل اقتصر الأمر على تعريف المضاربة الشرعية، وكان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Minicipal Assete Bha بقيمة 80 مليون رنجيت ماليزي<sup>4</sup>.

### 3- منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا .

تشمل منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا العديد من أشكال المعاملات المالية.

<sup>1</sup>: المرجع نفسه، ص203.

<sup>2</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2002، ص10.

<sup>3</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية 2005، ص19.

<sup>4</sup>: المرجع نفسه، ص25.

**3-1-1- العمليات التمويلية: نذكر منها:**

**3-1-1-1- اتفاقيات البيع وإعادة الشراء:** هي إحدى المعاملات التجارية، تتم بين طرفين حيث يقوم البائع ببيع بعض الأصول إلى المشتري بالسعر الذي يتم الإتفاق عليه، ثم يبرم الطرفان اتفاقية أخرى منفصلة يتعهد فيها المشتري ببيع الأصول المعنية إلى البائع مرة أخرى بسعر يتم الإتفاق عليه<sup>1</sup>.

**3-1-1-2- حين الإصدار:** يشير مفهوم "حين الإصدار" إلى إحدى المعاملات التجارية الخاصة ببيع وشراء السندات المالية قبل إصدارها<sup>2</sup>.

**3-1-1-3- اتفاقية الرهن الأولى:** يقدم المقرض بموجب هذه الإتفاقية قرصاً للمقترض بناء على مبدأ القرض الحسن، على أن يودع المقترض سندات المديونية على سبيل الرهن لتكون بمثابة ضمان إضافي للقرض الممنوح، وفي حالة عجز المقترض عن السداد يحق للمقرض التصرف في هذه السندات، وللإشارة فإن بنك نيجارا ماليزيا يستخدم اتفاقية الرهن الأولى كوسيلة لإدارة السيولة في عمليات سوق المال الخاصة به، ويكون العائد الناتج عن هذه الإتفاقية في شكل هبة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>: منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ج01: التوريق"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط01، بدون سنة، ص ص 86، 87.

<sup>2</sup>: عبد الكريم قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، دفعة 2006 / 2007، ص204.

<sup>3</sup>: المرجع نفسه، ص204.

## 3-2- الأذوات المالية:

3-2-1- الإصدارات الإستثمارية الحكومية: تمكن الصكوك الإسلامية الشرعية من استرداد الأصل لأصحابه من الجهة المصدرة (الحكومة) دون أي عائد أو نفع مادي، وحصيلة هذه الشهادات تمكن الحكومة من إتمام مشروعاتها الإستثمارية دون الحاجة لإصدار كمية إضافية من النقود<sup>1</sup>، وفي 15 جويلية 2001م، قامت الحكومة الماليزية بطرح هذه الإصدارات الإستثمارية لمدة انتفاع تصل إلى ثلاث سنوات وتبلغ قيمتها 2مليار رنجيت ماليزي، وأدى هذا إلى إضفاء مزيدا من العمق على السوق، وقد بلغت قيمة الإصدارات الإستثمارية الحكومية 7 ملايين رنجيت ماليزي في نهاية 2003م<sup>2</sup>.

## 3-2-2- الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول:

أ- الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع: يعد مبدأ المضاربة هو المبدأ الذي يتم تطبيقه بالنسبة لهذا النوع، ويشير هذا المبدأ إلى إيداع مبلغ من المال لدى المؤسسات المصرفية الإسلامية ويدفع لصاحبه في ميعاد محدد في المستقبل، ويشتمل هذا المبلغ على القيمة الإسمية للأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة

<sup>1</sup>: محمد اكرم لالدين، " النظام المالي الإسلامي: التجربة الماليزية و الطريق إلى الأمام"، ص23، من الموقع:

<http://www.isra.my/media-centre/downloads/finish/9-islamic-finance/43-islamic-financial-system-the-malaysian-experience-and-the-way-forward/0>.

. بتاريخ 17 ماي 2011، [html](#).

<sup>2</sup>: المرجع نفسه، ص ص23، 24.

بالإيداع مضافاً إليها حصة الربح المعلنة<sup>1</sup>.

ب- صك الدين الإسلامي القابل للتداول: يتضمن هذا النوع من المعاملات بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقداً بسعر متفق عليه، على أن يتم فيما بعد شراء الأصول من العميل بالقيمة الأصلية مضافاً إليها المكسب، وتتم التسوية في تاريخ لاحق يتفق عليه<sup>2</sup>.

ج- سندات المديونية الخاصة الإسلامية: طرحت فكرة سندات المديونية الخاصة الإسلامية في ماليزيا منذ عام 1990م، وقد أصدرت هذه السندات -التي تعد أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق- بناءً على مبادئ البيع بثمن آجل والمرابحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>3</sup>.

3-2-3- صكوك أخرى: نذكر منها<sup>4</sup> :

أ- صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول: تعد صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول مستندات قصيرة الأجل يصدرها البنك، وقد أصدرت لأول مرة في 29 نوفمبر 2000م، ويتم تداولها في السوق الثانوي، ويتحدد سعر هذه الصكوك استناداً إلى مبدأ الخصم، وتصل

<sup>1</sup>: عبد الكريم قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 206.

<sup>2</sup>: المرجع نفسه، ص 206.

<sup>3</sup>: Akhtarzaite Abdul Aziz, "Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience"، بحث مقدم الى مؤتمر الأسواق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، يومي 6، 8 مارس 2007، ص 21، من الموقع: [http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/65.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/65.swf) بتاريخ 30 أبريل 2011.

<sup>4</sup>: المرجع نفسه، ص ص 21، 22.

مدة الإنتفاع التي يحددها البنك إلى عام واحد، كما تعد هذه الصكوك إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة.

ب- **سندات كاجاماس للمضاربة:** أصدرت شركة كاجاماس بيرهاد سندات كاجاماس للمضاربة في 1 مارس 1994م بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليي، وتعتمد هذه السندات على مبدأ المضاربة، حيث يتقاسم حاملو السندات الأرباح مع شركة كاجاماس وفقاً للنسب المنفق عليها.

### 3-3- التوريق الإسلامي (التصكيك):

عملية التوريق في ماليزيا تقوم على نظامين، نظام إسلامي وآخر تقليدي، وبناء على هذا أصدرت هيئة الأوراق المالية بماليزيا إرشادات لتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية، وأخرى خاصة بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، هذه الأخيرة تشرف على إصدارها هيئة الأوراق المالية وبالخصوص هيئة الرقابة الشرعية، ويشرف على تسجيلها وتداولها في السوق الثانوي البنك المركزي الماليزي<sup>1</sup>.

### 4- تطور المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا للفترة (2001-2010):

تتنوع الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية بين أوراق تتوافق مع أحكام الشريعة، تتمثل في الأسهم الشرعية والصكوك،

<sup>1</sup>: محمد أكرم لالدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، ص2، موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية:

http://www.sc.com.my/sub. بتاريخ 21 أبريل 2011  
asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type

وأوراق أخرى لا تتوافق مع أحكام الشريعة تشمل أسهم الشركات التي تتضمن أنشطتها أنشطة محرمة شرعا، إضافة إلى السندات.

#### 4-1- تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي

يساعد سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا على جذب رؤوس الأموال لتوظيفها في المشاريع التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وهو ما أدى إلى تطور النظام المالي، وزيادة النمو الإقتصادي في ماليزيا، والجدول الآتي يؤكد ذلك:

جدول رقم(01): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي للفترة (2001-2010).

الوحدة: مليار رنجيت ماليزي

السنوات	إجمالي رسملة السوق	رسملة السوق الإسلامية	نسبة رسملة السوق الإسلامية (%)
2001	465.0	296	63.65
2002	481.6	289	60.00
2003	640.3	384	59.97
2004	722.04	448	62.04
2005	699	440	62.9
2006	848.7	548.4	64.6
2007	1106.2	705.1	63.7
2008	663.8	426.4	64.2
2009	-	-	63.8
2010	1275.3	756.1	59.3

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية(2001-2010)

نلاحظ من الجدول أن:

- نسبة رسملة السوق الإسلامية إلى السوق ككل تفوق أكثر من النصف خلال فترة الدراسة (2001-2010)، ومن هنا نستنتج أن أكثر من نصف الأموال المدارة في السوق هي أموال موافقة للشريعة الإسلامية. حسب اللجنة الاستشارية الشرعية، يعود ارتفاع الأموال الموافقة للشريعة إلى ارتفاع عدد الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة،



حيث بلغت سنة 2006م 886 شركة مقارنة مع العدد الكلي الذي كان 1029 شركة أي بنسبة تزيد عن 86%<sup>1</sup>.

4-2- تطور عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة مقارنة بإجمالي الأسهم خلال الفترة (2001-2010):

يعرف سوق الأوراق المالية توجهاً جديداً يعكس نمو سوق الأسهم الشرعية مقارنة مع الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة، والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم (02): تطور عدد ونسبة الأسهم الشرعية إلى إجمالي الأسهم للفترة (2001-2010)

نسبة الأسهم الشرعية إلى إجمالي الأسهم (%)	مجموع الأسهم	عدد الأسهم غير الشرعية	عدد الأسهم الشرعية	الأنواع السنوية
78	820	180	640	2001
70	855	171	684	2002
81	891	169	722	2003
83	949	162	787	2004
84.8	1011	154	857	2005
86	1029	143	886	2006
86	991	138	853	2007
87	980	125	855	2008
88	959	113	846	2009
88	961	115	846	2010

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001-2010).

<sup>1</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2006، ص 8.

نلاحظ أن نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى إجمالي الأسهم المدرجة في تزايد مستمر حيث بلغت 78% سنة 2001 لتصل إلى 88% سنة 2010، مقابل الاتجاه التنازلي لعدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي كانت تمثل 22% عام 2001 لتصبح 12% خلال عام 2010.

ويعود ارتفاع عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة مقارنة بانخفاض نسبة الأسهم غير الشرعية لزيادة الطلب عليها نظرا لارتفاع ثقة المستثمرين المسلمين وغير المسلمين للإستثمار فيها، مما يجعل شركات المساهمة في ماليزيا تتجنب الأنشطة المحرمة شرعا في كافة عملياتها<sup>1</sup>.

4-3- تطور الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزي:

رغم أن الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي تعتبر أداة جديدة إلا أنها تخطو خطوات كبيرة نحو الأمام، ولعل ما يعكس هذا، حجم الإصدارات وعددها.

<sup>1</sup>: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 88.

جدول رقم(03):حجم الصكوك والسندات في سوق الأوراق المالية الماليزي للفترة(2001-2010)  
الوحدة: مليار رنجيت ماليزي

الأنواع السنوات	حجم الصكوك	حجم السندات التقليدية	حجم السندات الكلية	نسبة الصكوك إلى إجمالي السندات (%)
2001	18,99	26,69	45,68	41,57
2002	17,6	38,4	56	31,42
2003	12	35,3	47,3	25,36
2004	15,16	32,68	47,84	31,68
2005	43,32	19,34	62,66	69,13
2006	42,06	33,81	75,87	55,41
2007	121,3	37,5	158,8	76,38
2008	43,2	96,8	140	30,86
2009	34	27,3	61,3	55,46
2010	40,33	23,26	63,59	63,42

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001-2010).

نلاحظ من الجدول السابق أن تزايد الصكوك الإسلامية خلال السنوات الأربعة الأولى كان متذبذبا بين الارتفاع والانخفاض وصولا إلى سنة 2005، أين ارتفعت نسبة هذه الصكوك إلى إجمالي السندات الكلية بـ 69.13% بعدما كانت 31.68% عام 2004م، وهذا الارتفاع سببه التعديل الضريبي الذي تم على مستوى إصدار الصكوك الإسلامية<sup>1</sup>، ومع ذلك تم تسجيل تراجع طفيف سنة 2006، ليبلغ سنة 2007 نسبة 76.38%.

<sup>1</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2005، ص 10.

وخلال الثلاث سنوات الأخيرة يتبين أن حجم الصكوك في تنامي مستمر، وهذا يدل على وجود طلب على هذه الأداة التمويلية وقدرتها على أن تكون بديلا للسندات التقليدية.

#### 4-4- تطور حجم الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي:

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا على مجموعة من الصكوك، نوضح توزيعها في الجدول أدناه.  
جدول رقم (04): توزيع الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب النوع خلال الفترة (2001-2010)

الأنواع السنوات	صكوك البيع بثمن آجل (%)	صكوك المربحة (%)	صكوك الأستصناع (%)	صكوك الإجارة (%)	صكوك المشاركة (%)	صكوك المضاربة (%)	صكوك مختلطة (%)
2001	77	23	00	00	00	00	00
2002	67	33	00	00	00	00	00
2003	40.8	12.7	46.5	00	00	00	00
2004	56.88	38.27	2.8	2.05	00	00	00
2005	36.3	33.5	14.5	2.9	12.6	0.2	00
2006	6.2	9.4	2.1	4.8	70	7.5	00
2007	2	19	09	11	58	1	00
2008	3.1	1.3	0.2	4.5	51.4	1.2	28.3
2009	00	0.4	00	00	99.6	00	00
2010	0.2	8.2	00	34	42.1	0.9	14.6
-2001 2010	28.95	17.88	7.46	6.92	33.37	1.08	4.81

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001-2010)

واضح من الجدول أن سوق الإصدارات الإسلامية يلقي رواجاً كبيراً وتوسعا في السوق الماليزية، إذ نلاحظ:

✓ في سنتي 2001 و2002 كانت صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة هي المسيطرة على السوق، حيث مثلت صكوك البيع بثمن آجل نسبة 77%، 67% في 2001 و2002 على التوالي، وهذا لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدر.

✓ أعلى نسبة لصكوك الاستصناع كان في عامها الأول سنة 2003 بنسبة 46.5% وذلك لاعتمادها في مشاريع التنمية المستدامة الماليزية<sup>1</sup>، وتفاوتت نسبها- وإن كانت منخفضة- في السنوات اللاحقة.

✓ إصدار صكوك الإجارة في تزايد مستمر، حيث بلغت نسبة أول إصدار 2.05% فقط من إجمالي الصكوك، لتصل إلى 34% سنة 2010، وهذا ما يعكس الإقبال المتزايد على هذا النوع من الصكوك.

✓ الارتفاع الكبير لصكوك المشاركة على حساب الصكوك القائمة الأخرى راجع لتوعية هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين بأهمية صكوك المشاركة ودورها في قيام سوق الأوراق المالية بدوره في تخصيص الموارد بشكل أكثر كفاءة<sup>2</sup>.

✓ الإرتفاع المرضي الذي سجله نمو إصدار صكوك المضاربة وذلك لقيام اللجنة الإستشارية الشرعية بالإعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والمخاطرة<sup>3</sup>.

أما عن الحصة الإجمالية لمختلف أنواع الصكوك للفترة (2001 - 2010)، فسجلت صكوك المشاركة أعلى نسبة بـ 33.37% رغم

<sup>1</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2003، ص30.

<sup>2</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2009، ص31.

<sup>3</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2007، ص41.

دخولها المتأخر إلى السوق، وهذا ما يعكس الإقبال على هذا النوع من الصكوك، تليها كل من صكوك البيع بثمن آجل والمرابحة، أما عن أقل نسبة فكانت لصكوك المضاربة بـ 1.08% رغم أنها تعد أبرز أداة من أدوات سوق الأوراق المالية التي يجب الأخذ بها ووضعها بعين الاعتبار بغية تفعيل أكبر لدورها في السوق المالي في الأوراق المالية.

### الخاتمة:

إن من أهم ما يميز أسواق الأوراق المالية في إطارها الإسلامي عن نظيرتها التقليدية هي تلك الضوابط والأسس المنبثقة من الشريعة الإسلامية التي تمثل روح الإقتصاد الإسلامي المقيمة لمبادئه والمحركة لقوانينه، وهذه الأسس ليست اجتهادات ولا أفكار بل هي توجيهات إلهية وتعليمات نبوية.

وقد توصلنا من خلال بحثنا هذا إلى مجموعة من النتائج، محاولين تقديم بعض التوصيات وذلك كما يلي:

#### 1- نتائج البحث:

✓ ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل القريب والبعيد، وهذا الإتجاه أحوج ما يحتاج إليه علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والإستمرارية والإنتهاء.

✓ تختلف الصناعة المالية الإسلامية عن التقليدية في جوهرها، فكل واحدة منهما تعمل وفق مبادئ وأسس وآليات مختلفة تماماً عن الأخرى،

حيث تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال واستخدامها في عمليات التمويل بدل الإستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة، على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة والإستثمار.

✓ تهدف صناعة الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية، فالمصداقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية.

✓ يؤدي الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية والتطبيق السليم للهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامي إلى تطويره والارتقاء به ليحتل مكانة بين الأسواق المالية على الصعيد العالمي.

✓ رغم كون سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا سوق يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي، إلا أنه يبقى غير مستقل عن السوق التقليدي، فهو يعتمد على سوق الأوراق المالية التقليدي في كثير من الأمور التي تتعارض مع الشريعة الإسلامية، وذلك بحكم خضوع كلا من السوقين لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية.

✓ سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا هو سوق تتوافر فيه فرص الإستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، حيث الأدوات المالية والخدمات المتوافرة فيه تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتقوم على

أساس اجتناب التعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاته.

✓ تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق الأوراق المالية التقليدي الماليزي، إلا أن هذا البديل ظل محصوراً في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية، ولم يشكل بذاته بورصة مستقلة للأوراق المالية الإسلامية عن البورصة التقليدية.

✓ تعد تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا تجربة هامة عن طريق بناء وتطوير التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية، إلا أنها بحاجة لمزيد من التطوير لتصبح موافقة تماماً للشرعية، مع التأكيد على دور الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.

## 2- توصيات واقتراحات:

✓ ضرورة وضع أسس واضحة للهندسة المالية الإسلامية وتبيان حدودها حتى لا يتم فتح المجال للحيل المؤدية إلى الوقوع في المحظورات الشرعية سواء عمداً أو خطأ.

✓ فتح باب الحوار المعمق بين الاقتصاديين (قليلي المعرفة بالجانب الفقهي) والفقهاء (قليلي المعرفة بالجانب الإقتصادي) حول العقود التي يتم تطويرها بالشكل الذي يمكن المؤسسات المالية الإسلامية من الاستفادة منها دون الإخلال بالقواعد الشرعية، كون هذا المشكل جوهرياً في ميدان الإقتصاد الإسلامي



- ✓ العمل على تظافر الجهود لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية، وهذا ما يقدم رؤية واضحة للضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية ويعزز ثقة الجمهور والمساهمين بها.
- ✓ ضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية للتحوط وإدارة المخاطر، خاصة وأنها في عصر ستمتة الأساسية التقلبات الكبيرة في الأسعار وارتفاع المخاطر على اختلاف أنواعها.
- ✓ تدريب وتأهيل العاملين في الصناعة المالية الإسلامية، حيث تلعب خبرة هؤلاء دوراً مهماً في تقليل المخاطر، ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير.
- ✓ ضرورة استقلال البورصة الإسلامية للأوراق المالية في ماليزيا عن البورصة التقليدية لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية.
- ✓ على اللجنة الإستشارية الشرعية بماليزيا الاعتماد على الفتاوى المتداولة عالمياً والصادرة عن المجامع الفقهية العالمية وذلك لتجنب الشبهات في أدواتها وعملياتها.

## قائمة المراجع:

### 1- الكتب:

- أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، ط01، 2006.
- زكرياء سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس، عمان، 2009.
- قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية"، دار رسلان، دمشق، ط01، 2006.
- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ج1 التوريق"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، بدون سنة.

### 2- المذكرات والرسائل الجامعية:

- سحاسورياني صفر الدين جعفر، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، 2007/2006.
- عبد الكريم قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2007/2006.
- محمد عدنان بن الضيف، "الإستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، دفعة 2008/2007.
- نبيل خليل طه سمور، "أسواق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، رسالة ماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

### 3- المؤتمرات والملتقيات:

- صفية احمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي -3 جوان 2009.
- محمد عمر جاسر، "تحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان "الواقع... وتحديات"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، يومي 20، 21 مارس 2010.
- محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة للملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2001.
- Akhtarzait Abdul Aziz, "Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience" بحث مقدم إلى مؤتمر "الأسواق المالية والبورصات: آفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 6، 8 مارس 2007.

### 4- التقارير:

- التقارير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنوات 2002، 2003، 2005، 2006، 2007، 2009

### 5- مواقع الانترنت:

### 5-1- المجالات والدوريات:

- إبراهيم سامي السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد"، جريدة اقتصادية، العدد 29، 1 سبتمبر 2006، من الموقع:

<http://www.palmoon.net/5/topic-3062-108.html>.

- أحمد محمد نصار، "الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي"،  
صحيفة الغد الأردنية، العدد 27، 2005، من الموقع:

<http://islamfin.go-forum.net/t42-topic>.

- أحمد علي هارون، "المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع إستراتيجية طموحة  
لدى الصناعة المصرفية الإسلامية"، جريدة الشرق الأوسط، العدد 10654، 29  
جانفي 2008، من الموقع:

[http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm\\_](http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm_)  
[\\_at\\_lmly\\_at\\_w\\_strtyjy\\_at\\_tTwyr\\_lmntjt\\_lmly\\_at\\_lslmy\\_at](http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm_)

- عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد  
العزیز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، جدة، 2007، من  
الموقع: <http://eymoo.sudanforums.net/t84-topic>.

- فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد: مدخل للهندسة المالية  
الإسلامية"، مجلة المصرفي، مجلد 26، الخرطوم، 09 جويلية 2008، من  
الموقع: <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=17702>

- محمد أحمد الجلي أبو ذر، "الهندسة المالية: الأسس العامة والأبعاد للتمويل  
الإسلامي"، مجلة المقتصد الفصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، عدد 17،  
اليمن، سبتمبر 2005، من الموقع:

<http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=13211>

## 5-2- المواقع الرسمية:

- الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية :

<http://www.mida.gov.my/arabic/index.php?page=securities-market>

- موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية:

<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type>.

- الموقع الرسمي للسوق المالي الماليزي: <http://www.klse.com.my>

5-3- مواقع أخرى:

- صكوك المرابحة:

<http://ar.financialislam.com/157516041589160316081603-157516041573158716041575160516101577.html>.

- محمد أكرم لالدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، من موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية:

<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type>

- محمد أكرم لالدين، "النظام المالي الإسلامي: التجربة الماليزية و الطريق إلى الأمام"، من الموقع:

<http://www.isra.my/media-centre/downloads/finish/9-islamic-finance/43-islamic-financial-system-the-malaysian-experience-and-the-way-forward/0.html>

أدوات السياسة النقدية في الجزائر ومقدرتها على معالجة  
التضخم (1996-2014)

أ. بن ذبية يمينة

أستاذ مشارك بجامعة ادرار - الجزائر

Email: ben.yam80@gmail.com

ملخص

تعتبر النقود المحرك الرئيس للاقتصاديات، لذلك فإن توفيرها بالكميات المناسبة، وتسييرها يكون وفق السياسة النقدية المنتهجة تماشياً مع السياسة العامة للدولة، لتفادي أي اختلالات نقدية واقتصادية، ومع ارتفاع أسعار النفط بداية من القرن الحالي، عرفت المؤشرات الاقتصادية الكلية في الجزائر تحسناً نتيجة توفر فوائض نقدية كبيرة تتسبب في ظهور ضغوط تضخمية، ما استدعى إعادة هيكلة للسياسة النقدية تماشياً مع الوضع السائد في هذه الفترة، لذلك فموضوع هذه الورقة البحثية يندرج حول الأثر الذي يمكن أن يخلفه تعديل أدوات السياسة النقدية على معدلات التضخم في الجزائر، وبالتالي ما مدى الجدوى الاقتصادية لتبني سياسة نقدية وضعية مخالفة في كثير من الأحيان للشرع.

**الكلمات المفتاحية:** النقود، السياسة النقدية، الكتلة النقدية، التضخم، معدل إعادة الخصم، الحد الأدنى للاحتياطات الإجبارية، عمليات السوق المفتوحة.

**Résumé:**

La monnaie est la motivation principale de l'économie, c'est pourquoi qu'il faut ajuster leur offre avec la politique monétaire de l'état, et Avec la hausse des prix du pétrole au