

بطاقة المشاركة

الاسم: بن زيدي

اللطيف

الوظيفة: أستاذ مؤقت

الرتبة العلمية: ماجستير

المؤسسة: جامعة العقيد أحمد دراية أدرار

الهاتف: 0791.23.17.74 / 0663.17.26.99

الفاكس: /

العنوان البريدي: حي 20 أوت أدرار.

العنوان الإلكتروني: a.latifbenzidi@mail.com

محور المداخلة: الهندسة المالية بين المنظور الإسلامي و التقليدي.

عنوان المداخلة: الهندسة المالية الإسلامية وإنعاش سوق المال الإسلامي في الجزائر

وسائل عرض المداخلة: جهاز العرض الإلكتروني

بطاقة المشاركة

الاسم: عمر

اللقب: مؤذن

الوظيفة: أستاذ مؤقت

الرتبة العلمية: ماجستير

المؤسسة: جامعة العقيد أحمد دراية أدرار

الهاتف: 0668.57.58.92

الفاكس: /

العنوان البريدي: بوفادي بلدية تمنطيط ولاية أدرار.

العنوان الإلكتروني: omar.mo85@gmail.com

محور المداخلة: الهندسة المالية بين المنظور الإسلامي و التقليدي.

عنوان المداخلة: الهندسة المالية الإسلامية وإنعاش سوق المال الإسلامي في الجزائر

وسائل عرض المداخلة: جهاز العرض الإلكتروني

الهندسة المالية الإسلامية و إنعاش سوق المال الإسلامي في الجزائر

مؤذن عمر (*) & بن زيدي عبد اللطيف (**)

الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية الى ابراز دور و أهمية منتجات صناعة الهندسة المالية الاسلامية في إنشاء وتطوير السوق المالي الاسلامي في الجزائر كبديل للسوق المالي التقليدي الذي يشهد تأخر و عوائق أثرت سلبا على فعاليته رغم الاصلاحات الاقتصادية و المالية التي انتهجتها الجزائر بغية مسايرة التطورات التي شهدها العالم و المتمثلة في موجة التحرير المالي و ظهور مفهوم العولمة اللذان يعتمدان بشكل أساسي على سياسة الابتكار المالي أو ما يسمى بالهندسة المالية.

الكلمات الدالة: الهندسة المالية الاسلامية، منتجات الصناعة المالية الاسلامية، السوق المالي الاسلامي.

(*) - أستاذ مؤقت، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أدرار، هاتف: 0668.57.58.92، البريد الالكتروني: omar.mo85@gmail.com
(**) - أستاذ مؤقت، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أدرار هاتف: 0663.17.26.99، البريد الالكتروني: a.latifbenzdi@gmail.com

مقدمة:

أصبح التطوير والابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية ، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على أموال الناس، حيث تحتاج المصارف الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات و المنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مرحة، 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 و من جهة أخرى ضمان تدخل فعال لها في الأسواق، و عملية 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.

و بناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

كيف يمكن الاستفادة من الهندسة المالية الإسلامية لدعم انشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر ؟

تم تقسيم الدراسة الى المحاور التالية:

- المحور الأول: الهندسة المالية التقليدية و الإسلامية.
- المحور الثاني: تحديات السوق المالي الاسلامي في الجزائر.
- المحور الثالث: الهندسة المالية الاسلامية و تطوير السوق المالي الإسلامي في الجزائر.

المحور الأول: الهندسة المالية التقليدية و الإسلامية

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 حديثا نسبيا من حيث المصطلح و التخصص.

أولاً: الهندسة المالية التقليدية.

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

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان؛
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية و التجارة الإلكترونية؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان.

الهندسة المالية هي عملية توظيف الرياضيات المالية و مهارات النمذجة الحاسوبية، و العديد من التطبيقات، بحيث تهدف إلى التحكم بدقة في المخاطر المالية أو القضاء عليها نهائيا ، و يطبق أسلوب الهندسة المالية لحل المشاكل المتعلقة بتطوير المنتجات الجديدة، تقييم الأوراق المالية المشتقة، هيكله المحافظ، إدارة المخاطر و سيناريو المحاكاة.²

و تتمثل أدوات الهندسة المالية في الأدوات المالية التقليدية و الحديثة؛ حيث تشمل الأدوات المالية التقليدية كل من الأسهم و السندات، أما الأدوات المالية الحديثة فتكمن في المشتقات المالية.

و يعد 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 المالية³.

ثانيا: الهندسة المالية الإسلامية:

1- تعريف: يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، و ما يلزم ذلك من صياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار محددات و موجهاة الشرع الإسلامي الحنيف⁴.

و يلاحظ على هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية (المشار إليه سابقًا) غير أنه أضاف عنصرا جديدا هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقا للشريعة الإسلامية. و هذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- 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 سابقًا، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما سيميزها بالمصادقية الشرعية⁵.

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

• **الوعي (وعي بالسوق وأحواله):** و يقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار و التطوير للأدوات و الأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف... لأن الهندسة المالية تهدف أساسا و كما أشرنا سابقًا إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين... مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

• **الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها):** و يقصد 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 بالشريعة الإسلامية أو ما اتفقنا على تسميته بميزة المصادقية الشرعية للهندسة المالية يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

• **المقدرة و الالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل):** يقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء و التعامل، و بالالتزام الالتزام بالشريعة الإسلامية. و إذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي و الإفصاح و المقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى، كما أنه ميزة لها⁶.

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

• **تحريم الربا:** حيث يعتبر البحث فيه مشبعا من النواحي الشرعية و مؤصلا ومسندا في كتب الفقه، لكن الغوص فيه ليس سهلا 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، و هو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع؛

- التيسير ورفع الحرج: و تتضح أهمية هذه القاعدة في أن تقييد الناس و المتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج و تضيق عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم و هي متنوعة و متزايدة. 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 المالية⁷.

ثالثا: أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية الإسلامية و التقليدية

بالرغم من اشتراك المدرستين الإسلامية و التقليدية في الحاجة للابتكار في وجود قيود تنظيمية، لكن الابتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة التقليدية. و يمكن 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 يجد 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 وإحكاماً و تناسقاً من الأنظمة البشرية، و يترتب 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، و بين مصالح جماعات الضغط و المصالح العامة. و تبعاً لذلك ينشأ التنافر بين مصلحة المتعاملين و بين 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 و أهدافها. و في ظروف التنمية التي تمتاز 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 الأجل. و في هذا المحور من المداخلة سنحاول تسليط الضوء على نشأة السوق المالي الجزائري بالإضافة إلى دوافع و متطلبات 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 الأطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها، و التي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة)، أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق و تحت مراقبة السلطات العمومية، ضماناً لحرية التعامل و العقلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية، بهدف توجيه و استخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية⁸.

و ينقسم السوق المالي إلى سوقين أساسيين هما:

السوق الأولية أو أسواق الإصدار : هي سوق الإصدارات الجديدة، التي تتكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الأسهم و المكتتبين الأوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، و الترويج و التسويق لتلك الإصدارات (الأوراق المالية) و تغطية 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 الإصدارات السابقة، أو التي تم طرحها سابقاً، و محلها استثمار قائم من قبل وليس استثماراً جديداً، و من خلال هذا السوق يستطيع المستثمرون و المدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية و العكس، عبر تقنيات العرض و الطلب في هذا السوق. و منه فإن السوق الثانوي هو الذي يشكل موضوع السوق المالي ككل، بمعاملاته و مؤسساته و عملياته الحاضرة و الآجلة⁹.

و تعد من أهم مؤسسات السوق المالي التي تتولى القيام بمختلف المعاملات المالية المؤسسات التالية: شركات السمسرة في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، شركات إدارة و تكوين محافظ الأوراق المالية، شركات رأس المال المخاطر، شركات الترويج و التغطية للاكتتاب في الأوراق المالية، شركات المقاصة و التسوية في معاملات الأوراق المالية.

1- نشأة السوق المالي الجزائري

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلى الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 و دخلت حيز التطبيق في 1988 بصدور قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة. و قسم رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي و الذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم وزعت ما بين صناديق المساهمة، و بذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم لتساير أحكام القانون التجاري لسنة 1975 المكمل لقانون عام 1988، و منه فلا يمكن تطوير نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم؛ مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية¹⁸:

● **المرحلة الأولى: 1990-1992:** اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات العمومية على استقلاليتها، و كذلك إنشاء صناديق المساهمة في 12 جانفي 1988 من خلال إصدار القانون رقم 88-03. و من

جملة هذه الإجراءات 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 91-177 يوضح أنواع و أشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

● **المرحلة الثانية 1992-1999:** لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة 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.

و بموجب 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 الاسلامي و متطلبات إنشائه في الجزائر

1- السوق المالي الاسلامي:

يختلف مفهوم السوق المالي في الإسلام عن المفاهيم التقليدية السابقة الذكر، من حيث انه يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم، و متفق عليه بين الأطراف المتعاملة، و وفقا لآجال مختلفة، بناء على قواعد و قيم الشريعة الإسلامية.

وتبرز أهمية وجود سوق مالي اسلامي في أن مؤسسات الوساطة المالية، و منها أسواق المال، هي وسائل لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، و في عصر صار تحقيق ارتفاع مستمر في مستوى معيشة جميع الأفراد غاية متفق على ضرورة الوصول إليها في كل المجتمعات، تصبح لأسواق المال أهمية بالغة و تؤدي 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 الإعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالي الإسلامي من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية و الأوربية و معاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، و في ظل هذا النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالي الإسلامي على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة¹⁰.

2- متطلبات إنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر

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

● **الشروط المهنية:** تتمثل أهم الشروط المهنية اللازم تحقيقها 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 إشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

- التأكد من التزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المعايير، كلٌ بحسب موضوعه، و أن يتم الاستعانة في سبيل ذلك بالإفصاحات و التقارير، و تقارير المراجعين و المدققين الشرعيين الداخليين منهم، و الخارجييين.

- تحديد معيار كفاية رأس المال للأدوات المالية التي يكون لها جانب ائتماني، بحيث تقوم الجهات المالية الإشرافية بتحديدده، و تقوم 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 و الجهات المصدرة لأدوات المالية يكون تعاملها بالنقود أكثر كالمصارف الإسلامية، و بعضها بالحقوق غير الملموسة أكثر كالأسماء التجارية.

- أن يتم اعتماد القيمة العادلة أساسا لإصدار الأدوات و الأوراق 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 تقديرا مناسبا.

- أن يتم مراعاة خصوصية الأدوات المالية إصدارا و تداولا، ذلك لاحتمال إمكانية كون الإصدار و التداول متعلق بالنقود و الديون، أو الذهب والفضة، فلكل منها أحكامها الخاصة. فإن كانت موجودات الأدوات المالية نقوداً محضة يجب مراعاة أحكام الصرف عند تداولها، و إن كانت موجوداتها ديوناً محضة، فيجب مراعاة أحكام بيع الديون عند تداولها.

- أن يتم تداول الأدوات المالية وفق قواعد أساليب الاستثمار و التمويل الإسلامي ، وب ما يقلل المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية، و بما يمنع المضاربة غير المشروعة (المقامرة)، و هذا في إطار المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حتى تكون هذه الأدوات أدوات ملكية المقصود منها التحوط و ليس المضاربة والمقامرة، بالتالي يمنع اجراء التسويات النقدية لأن فيها اشارة ودلالة على أن المقصود مضاربة قمارية و ليس المقصود من المشتقات التحوط ضد المخاطر المعبرة 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 المراجعة أو القرض الحسن، مع الأخذ بعين الاعتبار الأداة المالية الممولة و الأصل المالي الممول حرصا على كون بعض الأدوات و الأصول المالية لها أحكام خاصة كالذهب مثلا.

- أن يتم وضع أسس مالية واضحة و صارمة تبين مقدار كفاية رأس المال للوسطاء الماليين المرخص لهم التعامل في السوق المالية ضمانا لحصول مقاصة مالية حقيقية في نهاية كل جلسة عمل بين الوسطاء و تحت 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 اصدار و تداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في السوق المالية الإسلامية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط الهيئات الإدارية المشرفة على السوق المالية في ظل الاقتصاد الاسلامي.

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 تلي احتياجات حقيقية لاقتصاديات الدول الإسلامية، لا مجرد هيكل يمثل صدى للنموذج الغربي لأسواقهم المالية، وعيننا بوصفنا لها بأنها اسلامية ضرورة التزامها المنهج 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 الأداء واصطفاء الهياكل و تطوير الإدارة و الذي التمسناه من خلال عرضنا للشروط المهنية و الفنية، فهذا أيضا مؤداه تحقيق قاعدة الإتقان المطلوبة شرعا¹¹.

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

إن تدعيم السوق المالية الإسلامية بمنتجات ذات مصداقية شرعية و كفاءة اقتصادية من شأنه أن يتيح المجال لاستثمار فوائض الأموال المتراكمة لدى المصارف الإسلامية؛ و بالتالي تشجيع الاستثمار طويل الأجل بها، و تعتبر الصكوك الاستثمارية و المشتقات 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 و المخاطر لدى المصارف الإسلامية.

أولاً: الهندسة المالية و تطوير السوق المالي الإسلامي

1- مكانة الهندسة المالية في تطوير السوق المالي الإسلامي

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

- تحتاج السوق المالية إلى تنوع في الأوراق المالية المتداولة، و دور الهندسة المالية هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة كما تطور و تبتكر أوراق مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى و تتوافق مع الشريعة الإسلامية.
- تحتاج السوق المالية إلى مؤسسات مالية متطورة، و دور الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي سيكون في إبداع و ابتكار الطرق و العمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، و من جهة أخرى 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 الأداة 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 وإن سميت أرباحا؛
- ضرورة استثمار المواد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي¹².

ثانياً: 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 و ضمان ديمومة نموها، فضلا عن إدارة مخاطرها و زيادة ربحيتها من جهة أخرى¹³.

- 1- **الصكوك الإسلامية:** يقصد بالصكوك الإسلامية " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول و من ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول.

أما هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفتها بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله¹⁴.
من هذا التعريف يتضح لنا الآتي:

- الصك أداة ملكية محددة لجمع الأموال من المستثمرين، و يمثل 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، و هذه تمثل ميزة مفيدة جداً للمؤسسات المالية¹⁵.

● **صكوك المقارضة:** و تعرف بأنها: "الوثائق المحددة (والموحدة) القيمة والتي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله و تحقيق الربح، مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع، و لا تنتج هذه السندات (الصكوك) أي فوائد¹⁶. (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 و القبول، و معلومية رأس المال و نسبة الربح).

● **صكوك المشاركة:** و هي عبارة عن "صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، و لا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك و حملة الصكوك، و قد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يُرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

و من تطبيقات صكوك المشاركة، أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة من طرف و مالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء عقارات مثلاً تديرها جهة متخصصة و ذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم¹⁷.

● **صكوك السلم و صكوك الاستصناع:** صكوك السلم هي "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بئمن معجل، و السلعة 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 بئمن معجل، و السلعة هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، و المبيع في الحالتين 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 المشتري¹⁸.

● **صكوك الإجارة:** و تعرف 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، و المضارب يخسر عمله، تصدرها المصارف و المؤسسات المالية، و لا يقل اجلها عن عام، أو مضاعفات العام و هي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص، و شهادات الاستثمار العام¹⁹.

2- نماذج لمنتجات مالية إسلامية تصدرها هيئات سيادية

● **شهادات مشاركة البنك المركزي (شهم):** شهادات مشاركة البنك المركزي (وتعرف بأنها شهادة مشاركة تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك التجارية ، و تنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان المركزي و تحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة بقيم متساوية، ويستخدم بنك السودان المركزي هذه الشهادة من أجل تنظيم السيولة النقدية في الاقتصاد. بدء العمل بهذه الشهادة في العام 1998م و انتهى العمل بها في العام 2004م.

● **شهادات مشاركة الحكومة (شهامه):** و هي الشهادات التي ارتبط اسمها باسم الشركة و هي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية و الاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان و يتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة و شركات الوكالة المعتمدة.

و تهدف شهادات شهامة إلى تحقيق الآتي :

- استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار.

- توفير أداة إسلامية شرعية لإدارة السيولة و انفاذ 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 عالٍ.

● **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 وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية، و تستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البني التحتية و قطاعات الصحة و التعليم و المياه في ولايات السودان المختلفة.

- تهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تحقيق الآتي:-

- 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 إجارة بنك السودان المركزي (شهاب):** و التي يتم إصدارها على صيغة الإجارة 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 و عرضها للمستثمرين²⁰.

3- التوريق الإسلامي:

يعتبر التوريق من منتجات صناعة الهندسة المالية و هو يعتبر عملية تمويلية متطورة، و هو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجارة و المشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء و لا تتداول، و هو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المراجعة و السلم و الاستصناع، و التي يزيد حجم التعامل بها رغم حداثتها على 180 مليار دولار و تتوسع يوماً بعد يوم و تتعامل بها بعض الدول الغربية.

أصبح اللجوء إلى التوريق* كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل ضرورة تتطلبها التطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية. و التوريق المصرفي (Securitization) هو إجراء يدرس تحت مظلة نظم التمويل المركب و الأذونات المصرفية²¹، و هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة و المضمونة كأصول، و وضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للإكتتاب في شكل أوراق مالية، قليلاً للمخاطر، و ضماناً للتدقق المستمر للسيولة التقديرية للبنك²².

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

1- التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية

يشكل غياب الإطار التشريعي و القانوني الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية في الجزائر عائقاً رئيسياً و تحدياً كبيراً في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية و خاصة في مجال تمويل الخطط التنموية للبلد، بحيث لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري و التنظيمات التي يصدرها مجلس النقد والقرض والتشريعات الجبائية ذات الصلة بالنشاط المصرفي و المالي أحكاماً خاصة تهدف إلى مراعاة الخصوصيات و الضوابط الشرعية للعمل المالي الإسلامي بشكل عام و الصكوك 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، و المقصود هنا منتجي الإجارة التمويلية أو ما أطلق عليه

المشروع الجزائري(الاعتماد الإيجاري)، و المشاركة في رأس مال الشركات و يسمى في القانون الجزائري برأس المال المخاطر، يضاف إلى هاتين الحالتين نشاط إنشاء و إدارة المحافظ الاستثمارية المنصوص عليها في المادة 73 من قانون النقد و القرض²³.

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

● **على مستوى قانون النقد والقرض:** بالرجوع إلى القانون رقم 10/90 لسنة 1990 والأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد و القرض 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) و عدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات.

● **على مستوى القانون التجاري:** لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار بصفتها تمثل حقوق ملكية متساوية القيمة ومشاعة في أعيان أو منافع أو حصص في شركات دون أن يكون لحاملها صفة المساهمين، فالقيم 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 و الطلب²⁴.

- **الحلول المقترحة:** هناك العديد من الحلول الممكنة اقترحها على الهيئات المالية المعنية في الجزائر لإصدار و التعامل بالصكوك الإسلامية، ونورد أهمها ما يلي:

- ضرورة وضع نظام قانوني وتشريعي وضريبي خاص ولوائح داخلية تنظم عملية إصدار وتداول و إطفاء الصكوك الإسلامية، إضافة إلى تنظيم وتخصيص محاكم قضائية لحماية حقوق حملة الصكوك و بما 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 و ليس دين؛

- تحديد مصادر القانون المطبق على هذه الصكوك (القانون الخاص بالصكوك ثم بالشريعة الإسلامية)، و منحها الاختصاص القضائي للأقطاب 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 الإصدار لحماية مصالح حملة الصكوك على الأقل.
- ضرورة التمييز بين المنشئ (Originator) و وكيل الإصدار (Issuer) حيث أن هذا الأخير عادة ما يكون الشركة ذات الغرض الخاص SPV، و الفصل بينهما في الذمة المالية ضروري حتى لا يمكن لدائني المنشئ إدخال أموال وكيل الإصدار 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 سمسة و شركات وساطة متخصصة و مؤهلة في مجال التعامل بالصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر²⁵.

2- التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه التوريق في الجزائر:

شهدت الساحة التشريعية - ولأول مرة - إصدار قانوناً خاصاً بالتوريق 26 سنة 2006 والذي يهدف إلى تحديد النظام 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، بالإضافة إلى تنشيط سوق الأوراق المالية بتنوع الأوراق المالية المعروضة أو تحسين هيكل المعلومات. يُعرّف القانون رقم 06-05 التوريق على أنه²⁷ "عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، وتتم هذه العملية على مرحلتين:

- تنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى.
 - قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق ممثلة للقروض الرهنية²⁸.
- الحكم الشرعي للتوريق التقليدي يدخل في باب بيع الديون فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعاً، فهو في حقيقته بيع كالي بكالي، كما أن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها، وهذا يقع في دائرة الربا المحرم.
- منهج التوريق الإسلامي: يعد التوريق الإسلامي أحدث أداة مالية إسلامية، فقد تبنته عدة بنوك إسلامية كبنك قطر الإسلامي، وشركة رساميل الكويتية وغيره، وتبرز أهمية التوريق البنكي الإسلامي في أنه وحسب هيئة الراجحي المصرفية " إذا سمح بالتورق المصرفي سوف تستغني البنوك الإسلامية عن كل العقود والأدوات الإسلامية، وتكون عملية التورق* هي العملية السائدة"²⁹.

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 الأسباب الأخرى يمكنها تتبع أحد الطرق التالية³⁰:

- 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. و من 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 محددًا معروفًا³¹.

● ملاحظات حول التوريق في الجزائر:

- 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 يحدد التوريق في القروض العقارية، نظراً 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 أحياناً في الجزائر)، فهو محرماً شرعاً، وبما أن بنك البركة الجزائري يمول السكن بطريقة إسلامية مثل الاستصناع أو الإيجار المنتهي بالتمليك، فقد استطاع أن يبرم اتفاقاً مع شركة إعادة التمويل الرهني ينص على إعادة تمويل عملياته مقابل ضمانات تتمثل أساساً في تحويل ملكية العقار لصالح الشركة المذكورة³².

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 تنحرف هذه المؤسسات عن الطريق الأصلي الذي وجدت لانتهاجه وهو الابتعاد قدر الإمكان عن التمويل القائم على الدين.

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 المعتمدة:

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

² 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.

³ عبد العزيز فهمي هيكل، مقدمة في التأمين، دار النهضة العربية، 2003 ، بيروت، ص 747.

⁴ أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 2009، ص: 6-7.

⁵ عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية - العدد - 8 - 2012 ، ص: 17.

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

⁷ عبدالكريم أحمد قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الاسلامي، م 20 ع 2، م ع السعودية، 2007، ص: 29-33.

⁸ 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.

⁹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام. الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة. عمان: دار المسيرة، 2004/1425، ص 114.

¹⁰ جمال لعامرة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص:7.

¹¹ رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان ، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الاسلامي ، متاح على : <http://9icief.sesric.org/presentations/Day1/Session16/2-99>

¹² عبدالكريم أحمد قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م ، ص: 18-19.

¹³ مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص: 83

¹⁴ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، العدد 2011/09، الجزائر، ص: 254

¹⁵ عبدالكريم قندوز، مؤتمر الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م، ص: 22
16 د.سامي حمودة، "الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها و الإمكانيات المحتملة لتطويرها"، "المصارف الإسلامية"، اتحاد المصارف العربية، 1989، ص: 167.

17 د.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.

¹⁸ مداني أحمد، قندوز عبد الكريم، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية" النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، ص: 07.

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

²⁰ 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 الثمانية فطبقاً لخطة "برادى" في ذلك الحين و التي إقترح فيها تحويل مديونيات الدول إلى سندات بدءاً بالمكسيك التي قامت بسداد الجزء الأكبر من ديونها عبر سندات ضمننتها الخزانة الأمريكية، وقام بتمويلها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مقابل برنامج للإصلاح الاقتصادي تقوم بتنفيذه. وقد بدأ بروز التوريق كظاهرة بشكل خاص بالولايات المتحدة في نهاية الثمانينات لحدّ إطلاق وصف "جنون الثمانينات The Frenzy of the 1980's" لإظهار تسارع البنوك على توريق ديونها.

²¹ للمناقشة التفصيلية حول التمويل المركب وأدوات الائتمان ذات الصلة بالتوريق، أنظر الفصل 28 من المرجع: Caouette, John.I, Alteman, and Paul Narayan, **Managing Credit Risk : The Next Graet Financial Chalange**, John Wiley and Sons, Inc, New York, 1998.

²² راتول محمّد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقى الدولي الأول حول "سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول الثمانية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص: 2.

²³ 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.

- ²⁴ ناصر حيدر: المتطلبات القانونية والتنظيمية والجبائية 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 م،
- ²⁵ 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.
- 26 قانون رقم 06-05 مؤرخ في 21 محرم عام 1427 الموافق ل 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 12 مارس 2006، العدد 15.
- 27 أنظر المادة 02 من القانون رقم 06-05، الجريدة الرسمية، العدد 15، ص 14.
- 28 راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر-، الملتقى الدولي الأول حول "سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول التامة"، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص: 8.
- * يختلف التوريق عن التورق في هذا الأخير يقوم البنك ببيع سلعة لعميله بالأجل ويوكل العميل البنك لبيعها نقدا ويسلمه المبلغ ثم يسدد العميل ثمن الشراء على أقساط وبذلك يحصل العميل على النقد المطلوب ويحصل البنك على الربح بين شرائه السلعة نقدا وبيعها للعميل بالأجل، في أن التوريق يقوم على بيع مؤسسة مالية الديون التي لها على الغير في صورة حوالة حق لشركة توريق التي تقوم بإصدار سندات بقيمة الدين وطرحها للإكتتاب العام كل سند بقيمة اسمية معينة.
- 29 يوسفات علي، بوزيان رحامي هاجر، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص: 13.
- ³⁰ د. عياشي فداد، "البيع على الصفة للعين الغائبة و ما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية"، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحث 56، الطبعة الأولى، 2000، ص 133-134.
- ³¹ قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص: 13.
- ³² سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، متاح حتى 2014/09/03 على <http://www.drnacer.net/mol taka.html>