

التجربة الماليزية في إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامي وسبل الاستفادة منها في الجزائر *Malaysian Experience in Establishing the Islamic Stock Market and Ways to Benefit From Them in Algeria*

بودريوة أمينة
جامعة بومرداس، الجزائر
a.boudrioua@univ-boumerdes.dz

سعيح عبد الحكيم
جامعة بومرداس، الجزائر
abdelhakim.saidj@gmail.com

حاجي كريمة
جامعة طاهري محمد بشار
had_karima@yahoo.com

تاريخ القبول: 2020/04/21

تاريخ الاستلام: 2019/10/05

الملخص: تسعى هذه الدراسة إلى توضيح سبل الاستفادة من التجربة الماليزية في إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامي في الجزائر وللوصول إلى هذا المسعى استخدمنا المنهجين الوصفي والتحليلي مع الاستعانة بقاعدة بيانات حديثة لمؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا بهدف استنباط المزايا التي يمكن أن تستفيد منها الجزائر في حالة تأسيسه. وقد أظهرت التحليلات أن أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامي من شأنها أن تستقطب مدخرات الجزائريين المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية وتوظيفها في تمويل الاستثمارات، وهذا ما يؤدي بدوره إلى تحسّن مؤشرات أداء بورصة الجزائر. ويتطلب تجسيد هذه التجربة توفر إرادة حكومية لإطلاق برنامج شامل يتضمن توفير الإطار القانوني الداعم لهذا السوق، و تأسيس هيئة أوراق مالية شرعية تتكفل بتأسيسه ومراقبة سير عملياته إلى جانب تقديم تحفيزات ضريبية للمستثمرين في سوق الأوراق المالية الإسلامية وتأهيل الكوادر البشرية لسد احتياجاته.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية الإسلامي؛ التجربة الماليزية؛ تقييم التجربة الماليزية؛ الصكوك الإسلامية؛ تجسيد التجربة الماليزية في الجزائر.

Abstract: This study seeks to clarify ways to benefit from the Malaysian experience in establishing the Islamic stock market in Algeria by using the analytical approaches and modern database of Islamic stock market indices in Malaysia, in order to derive the advantages that Algeria could benefit if it is established. Analyzes have shown that the Islamic stock market instruments will attract the savings of Algerians who adhere to the principles of Islamic Sharia and invest them in financing investments. The realization of this experience requires the will of the government to launch a comprehensive program that includes the provision of the legal framework supporting this market, and the establishment of the legitimate securities commission to monitor the progress of its operations.

Key Words: Islamic stock market; Malaysian experience; Evaluation of the Malaysian experience; Ways to reflect the Malaysian experience in Algeria.

JEL Code : D53.

*مرسل المقال: بودريوة أمينة (amina.boudrioua@yahoo.com).

المقدمة:

يعد سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي من بين التجارب الرائدة التي تسعى لتقديم البديل التمويلي الشرعي لنظيره التقليدي بالاعتماد على هندسة مالية إسلامية قائمة على ابتكار وتطوير عمليات وأدوات مالية في إطار توجيهات الشريعة الحنيفة. بينما تعتبر الجزائر من الدول العربية والمسلمة التي لم تفتح الباب بعد على هذه التجربة بسبب رفض بعض الجهات غير المبرر لها على الرغم من الحاجة الملحة للتمويل الإسلامي في ظل عجز الميزانية المسجل بسبب أزمة انهيار أسعار البترول في سنة 2014.

تهدف هذه الدراسة إلى عرض مراحل تطور سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا ودوره في استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها في تمويل الاستثمارات الإنتاجية، مع تسليط الضوء على الإجراءات اللازم إتباعها لتجسيد هذه التجربة في الجزائر.

مشكلة الدراسة: تكمن مشكلة الدراسة في التساؤل التالي: ما هي سبل الاستفادة من التجربة الماليزية في إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية في الجزائر؟

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي استعنا بالأسئلة الفرعية التالية:

- ما مدلول سوق الأوراق المالية الإسلامية؟.

- ما هو واقع سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا؟ وكيف نقيّمها؟.

- ما هي سبل الاستفادة من التجربة الماليزية في إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية في الجزائر؟.

فرضيات الدراسة: تتمثل فرضيات الدراسة فيما يلي:

- تختلف السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، في مختلف هيئاتها ومؤسساتها و الأدوات المتداولة فيها.

- إن لسوق الأوراق المالية آثار إيجابية على عملية التنمية المالية ومن ثم نحو التنمية الاقتصادية في الدول النامية.

- يساهم تنشيط سوق الأوراق المالية في الأسواق الناشئة في زيادة كفاءة الجهاز المصرفي ومن ثم زيادة فاعلية الوساطة المالية.

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجز أهمها في النقاط التالية:

- استعراض أهمية سوق الأوراق المالية.

- التعرف على مدلول سوق الأوراق المالية الإسلامية والمبادئ التي تقوم عليها.

- التعريف بتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا.

- معرفة كيفية الاستفادة من التجربة الماليزية في حالة الجزائر.

أهمية الدراسة: تعد الأسواق بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص عصب أي اقتصاد كان، فهي عبارة عن حلقة وصل بين الادخار والاستثمار الذي يعد عنصراً بالغ الأهمية في تحقيق النمو الاقتصادي، وتستمد هذه الدراسة أهميتها من الأهمية التي تحظى بها الأسواق المالية، حيث تقوم بتوفير التمويل اللازم للاقتصاد من خلال

المؤسسات المالية المختلفة المتواجدة في هذه الأسواق وما تملكه من أدوات مالية متنوعة، كما تبرز أهمية الموضوع المدروس أيضاً في التطورات التي شهدتها البيئة المالية والاستثمارية الجزائرية وحاجتها إلى توفر سوق مالية كفؤة تعمل على تأمين السيولة اللازمة لها.

منهجية الدراسة: قسمنا هذا البحث إلى أربعة محاور، المحور الأول تناولنا فيه ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال التطرق لمفهوم هذا الأخير ووظائفه والضوابط الشرعية لإقامته، بينما تمثل المحور الثاني في عرض واقع سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا ومختلف أدواتها. أما المحور الثالث فتتمثل في محاولة تقييم التجربة الماليزية في إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية، لنصل في الأخير إلى المحور الرابع الذي جاء بعنوان سبل الاستفادة من التجربة الماليزية في إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية في الجزائر.

1. ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تحتل سوق الأوراق المالية الإسلامي مكانة هامة في الحياة الاقتصادية المعاصرة خاصة في الدول الإسلامية، ويأتي الاهتمام المتزايد بهذه السوق من خلال ما يمكن أن تقوم به من أدوار متعددة ووظائف مختلفة.

1.1 مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامي:

ينطوي عرض مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامي على تعريفه واستعراض الخصائص المميزة له، حيث يمكن تعريف سوق الأوراق الإسلامية من خلال تعريفه الاصطلاحي الوضعي - ولكن في إطار شرعي إسلامي - بأنه ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل استثمار الأموال في إطار شرعي (الزعيبي، 2008).

تتمثل الخصائص المميزة للتصور الإسلامي لسوق الأوراق المالية في النقاط التالية: (شرياق، 2015)

- الأدوات المتداولة في هذا السوق هي الأوراق المالية التي تجيز الشريعة الإسلامية إصدارها وتداولها.
- خلو عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامي من أي محذور شرعي.
- تجري أحكام وعمليات سوق الأوراق المالية الإسلامي بما يحقق المصالح المرجوة منها وبدرجة عالية من الكفاءة.

2.1 الضوابط الشرعية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامي:

من أجل قيام سوق مالي إسلامي حقيقي وفعال لا بد من التقيد بالضوابط الشرعية العامة والمتمثلة في:

- الالتزام بالقيم الإسلامية في كل الأمور ومنها المعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامي دون التدخل في آلية السوق.

- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الحصول على أرباح، ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في سوق الأوراق المالية

الإسلامي لا توجد مثل هذه المضاربات لأن العقود الإسلامية تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع وغيرها، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام حرم الاحتكار.

- تجنب مختلف المعاملات الربوية سواء في مجال الديون أو في مجال البيوع، باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، وهذا لا يعني أن الشريعة الإسلامية بحظرها دفع أو تلقي فوائد ربوية ضمناً أنها ترفض الحصول على أموال أو تشجع الارتداد إلى اقتصاد الاقتصار على الدفع نقداً أو المقايضة. فهي تشجع جميع الأطراف في معاملة مالية ما على تقاسم مخاطر وأرباح وخسائر المشروع، والمبرر هو ربط العائد في العقد الإسلامي بإنتاجية المشروع ونوعيته، مما يضمن توزيعاً أكثر إنصافاً للثروة. (عتروس، 2016)

3.1. وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تخص سوق الأوراق المالية الإسلامية بأهمية كبيرة في تمويل الاقتصاد، فهي عبارة عن حلقة وصل بين الادخار والاستثمار الذي يعد عنصراً بالغ الأهمية في تحقيق النمو الاقتصادي، وتمثل أهم وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي في النقاط التالية:

أ. **تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد:** تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامي كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي، والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، حيث أنها تقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة والمتوافقة وأحكام الشريعة.

ب. **توفير السيولة:** من خلال سوق الأوراق المالية الإسلامية، يكون بوسع المستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أن سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحرّة، بحيث يوجد دائماً من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد أيضاً لشرائها، ولا تسيطر على هذه السوق فئة معينة.

ج. **تنويع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوق الإصدار والتداول:** يعمل سوق الأوراق المالية الإسلامي على تنويع الخيارات الاستثمارية وتوفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تمنح كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الاستثمارية الإسلامية، وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان. (كتاف، 2014/2013)

2. واقع سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا:

تطور سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي بفضل الجهود المبذولة من طرف الحكومة الماليزية ليصبح مركزاً دولياً في جذب الاستثمارات ورؤوس الأموال، ونموذجاً للمستثمرين والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

1.2 . تطور سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا:

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993. (قوريش، 2015)

أما التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت شركة "shell MDS sdn Bhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990. تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي واتساعه.

وفي 17 أبريل 1999، تم وضع مؤشرا لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة Shariah index حيث أن أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة وفقا للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية (زرار، 2018).

2.2 . أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تظهر أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا في النقاط التالية:

أ. توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: تساهم سوق الأوراق المالية الإسلامي بماليزيا في توفير فرص استثمارية من خلال استحداث أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وضمان مطابقة أنشطة السوق للأحكام الشرعية من خلال لجنة شرعية قائمة، الأمر الذي يعزز من ثقة المستثمرين بالسوق.

ب. الرقابة على المعاملات بالسوق: تتم الرقابة على المعاملات بسوق الأوراق المالية الإسلامي من خلال هيئة الأوراق المالية والتي تعد الجهة الرقابية الرئيسية، وهدفها دعم وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي على المستوى المحلي والدولي، كما تعمل على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية. (جبار، 2017)

3.2 . أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة عن متابعة كافة أنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، وتقسم إلى:

أ. أدوات الملكية الإسلامية: تتمثل في أدوات الملكية الإسلامية في:

1. الأسهم العادية: يقصد بها أسهم الشركات المدرجة في البورصة الماليزية والتي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.
2. صناديق الاستثمار الإسلامية: وهي التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار والمعاملات الإسلامية.
- ب. الصكوك الإسلامية: تعد ماليزيا السبّاقة لإصدار الصكوك الإسلامية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، ويمكن تصنيف هذه الصكوك إلى ما يلي:
 - ب.1. الصكوك الإسلامية الحكومية: تصدر عن الحكومة للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية، وتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.
 - ب.2. الصكوك الإسلامية للشركات: تصدر عن الشركات الماليزية الخاصة وفقاً لمبادئ البيع بثمن آجل، الإستصناع، المضاربة، المشاركة، المراجعة والإجارة، وتخضع لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية. (مجلول، 2018)

3. تقييم التجربة الماليزية في إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية:

يعد سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي البورصة الأولى عالمياً من حيث القيمة السوقية للصكوك المدرجة بها، وهو يلعب دوراً هاماً في دعم النمو الاقتصادي لماليزيا. وفي تقييمنا للتجربة الماليزية في إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية نستعرض كل من زيادة رسملة هذه السوق وأهمية الصكوك الإسلامية فيها بالإضافة إلى تطور نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي إلى حجم الناتج الداخلي الخام.

1.3. زيادة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا:

كانت رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي وفقاً لبيانات الجدول أدناه تمثل حوالي 64% من حجم سوق الأوراق المالية بماليزيا (942 بليون رينجت) في سنة 2012، واستمرت هذه الأخيرة في السيطرة على السوق حيث بلغت قيمتها 18,195 بليون رينجت في سنة 2019 بنسبة 61,12%، وهذا راجع إلى الانتشار الواسع لثقافة البورصة الإسلامية لدى الماليزيين والجهود المبذولة من قبل الحكومة الماليزية الهادفة إلى جعل سوق الأوراق المالية الماليزي سوقاً جذاباً لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية من خلال توفير القوانين والتشريعات الخاصة بالأدوات المالية الإسلامية، مما أدى إلى إقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين إلى الاستثمار فيها نظراً لكونها تحمل مخاطرة أقل مقارنة بالأدوات المالية التقليدية لتصبح ماليزيا مركزاً مالياً دولياً للتمويل الإسلامي.

الجدول 1: تطور القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2012-2019).

الوحدة: بليون رينجت.

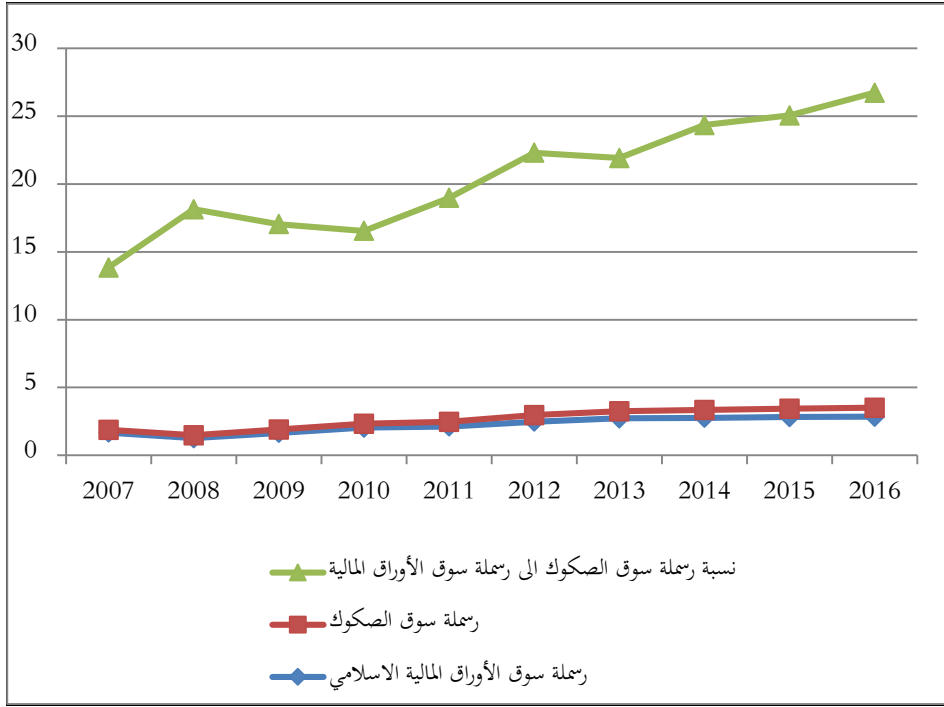
السنوات	رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية	رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية	نسبة رسملة السوق الإسلامي إلى رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية
2012	942	1466	64%
2013	1029.62	1702.15	60.5%
2014	1012.14	1651.17	61.3%
2015	1086.18	1694.78	64.09%
2016	1691.64	2840.28	59.56%
2017	1893.47	3198.76	59.19%
2018	1880.73	3106.15	60.55%
2019	1951.18	3192.41	61.12%

المصدر: التقارير المالية الصادرة عن البورصة الماليزية خلال الفترة (2012-2019).

2.3. أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي:

تقدر قيمة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي بـ 0,66 تريليون رينجيت ماليزي في سنة 2016 مقارنة بـ 0,13 تريليون رينجيت ماليزي في سنة 2005. والملحق رقم (1) يبين هذا الارتفاع المطرد لتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي على مدار السنوات الماضية، إذ كان حجم الصكوك الإسلامية يمثل عشر سوق الأوراق المالية الماليزي في سنة 2005، ومع ارتفاع حجم هذه الأخيرة ازداد حجم سوق الصكوك الإسلامية بمعدل أكبر، ليصبح يمثل ربع السوق تقريباً في سنة 2016، والشكل الموالي يبين تطور نسبة رسملة سوق الصكوك إلى رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي بماليزيا والتي كانت ذات وتيرة متزايدة وهذا ما يدل على أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزي. "ويعود السبب في ذلك إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين إلى جانب الإعفاءات الضريبية المعتمدة التي منحتها السلطات الماليزية على هذا النوع من الأدوات المالية المتداولة في السوق، حيث أدرجت الحكومة الماليزية في هذه الفترة صكوكاً حكومية من أجل تمويل عملية التنمية الاقتصادية." (عبو، 2017)

الشكل 1: نسبة رسملة سوق الصكوك إلى رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا.

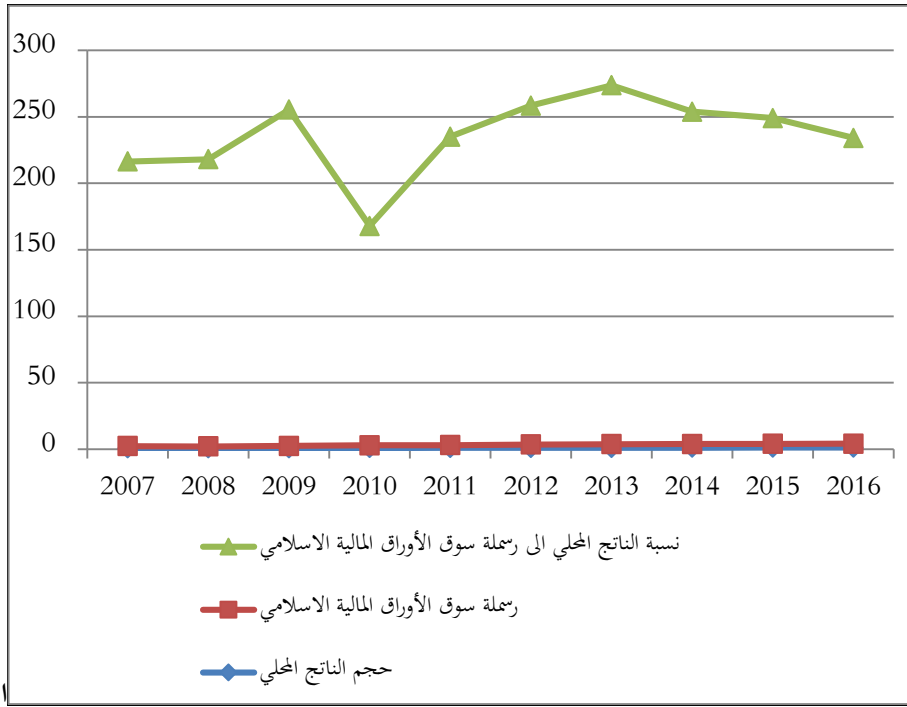


المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من الجدول 1 المدرج بالمحقيق.

3.3. تطور نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى حجم الناتج الداخلي الخام في ماليزيا:

عرفت قيم كل من الناتج الداخلي الخام و رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا تطوراً مستمراً خلال الفترة (2007-2016)، باستثناء سنتي 2008 و 2009 التي سجلت فيهما هذه القيم انخفاضاً طفيفاً بسبب التداعيات الاقتصادية للأزمة المالية العالمية كما يبين ذلك الشكل 2 أدناه. ووفقاً لبيانات الملحق رقم (2)، يمثل حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية ضعف الناتج الداخلي الخام في ماليزيا، وهو ما يدل على كبر حجم هذه السوق في الاقتصاد الماليزي ودورها في تعبئة الموارد المالية لتمويل المشاريع الاقتصادية حيث "يمكن الاعتماد عليها في أوقات الأزمات التي تصيب الاقتصاد الوضعي القائم على الفائدة الربوية، فبالإضافة إلى اجتذابها لفئة معينة من المستثمرين الذين يرغبون بتوظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فإنها تمثل بديل تمويلي آمن ومناسب لكافة المستثمرين في أوقات الأزمات التي تمر بها أسواق الأوراق المالية." (قسول، 2018)

الشكل 2: نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى حجم الناتج المحلي الخام في ماليزيا.



المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من الجدول 2 المدرج بالملحق.

4. سبل الاستفادة من التجربة الماليزية في إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية في الجزائر:

قد يمكن فتح سوق مالي إسلامي في الجزائر من امتصاص الكتلة النقدية الكبيرة الموجودة خارج المعاملات الرسمية والتي قدرت ب 40 مليار دولار، حيث يرى المختصون الاقتصاديون أن السبب الرئيسي لعدم قبول أصحاب هذه الأموال توظيفها في تمويل الاستثمارات هو رفض التعامل مع البنوك الربوية، واستعادة السيطرة على الكتلة النقدية المتداولة في السوق الموازية، وتعزيز السيولة والاستثمارات عبر القنوات الرسمية. ويؤكد نجاح التجربة الماليزية في هذا المجال ذلك حيث يمثل حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية ضعف الناتج الداخلي الخام في ماليزيا، وهذا ما يدل على قدرة الأدوات المتداولة في هذا السوق على استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية بالإضافة إلى اجتذابها للمتعاملين الاقتصاديين الذين يرغبون توظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية بفضل الإعفاءات الضريبية والتسهيلات الممنوحة للمستثمرين في هذا السوق. وللوصول إلى هذه النتائج في حالة إنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية في الجزائر لابد من توفر إرادة حكومية بإطلاق برنامج شامل يتضمن مايلي:

1.4. توفير الإطار القانوني والتشريعي الملائم:

يتم توفير الإطار القانوني الداعم لهذا السوق من خلال تأسيس هيئة أوراق مالية تتكفل بإنشاء سوق أوراق مالية إسلامي وتطويره، تتمثل المهمة الأساسية لهذه الهيئة في إنشاء جو استثماري أساسه الشفافية وحماية المستثمرين. والحديث عن سوق أوراق مالية إسلامي يتطلب أن تضم هيئة الأوراق المالية مجلس شرعي استشاري تابع لها تناط

به مهمة إبداء الاستشارة الشرعية من أجل ضمان موافقة عمليات البيع والشراء وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. (بركات، 2016)

2.4. تأسيس سوق ثانوية خاصة بالمعاملات الإسلامية:

إن غياب أسواق ثانوية للأدوات الادخارية والاستثمارية الشرعية يعيق التوسع في استخدامها في الصيرفة الإسلامية ويقلص أدوارها التنموية، ولهذا يجب إنشاء سوق مالية ثانوية للأوراق المالية ذات الإطار الشرعي، علماً بأن نشاط أي سوق ثانوية يعتمد على نوع وحجم الأدوات المالية المعروضة. فإذا ما كانت السندات ذات الفائدة لا يسمح بتداولها في سوق مالية إسلامية، فإن الأسهم وحدها لا تصلح لإيجاد سوق نشطة، وبالتالي يمكن تطوير شهادات الإيجار وصكوك المضاربة والصناديق المفتوحة والمغلقة وصكوك المزارعة ونحوها حتى تشكل مؤشراً معقولاً على نجاح السوق الثانوية المنشودة. (سفر، 2006)

3.4. تقديم تخفيضات ضريبية للمستثمرين في هذه السوق:

تعتبر التخفيضات الضريبية ضرورية لتطوير سوق الأوراق المالية، فقد سمحت الحكومة الماليزية بتخفيض ضريبي لمدة خمس سنوات في ميزانية 2003 على أعباء إصدار الأوراق المالية الإسلامية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية من إجارة ومضاربة ومشاركة، وفي ميزانية 2004 هناك إعفاء ضريبي لمدة خمس سنوات على أعباء إصدار أوراق مالية إسلامية على أساس مبدأ الاستصناع، وفي ميزانية 2009 إعفاء ضريبي لمدة ثلاث سنوات عن الأجر والأرباح التي تحصل عليها المؤسسات العاملة في أنشطة تأمين وتوزيع وتجارة الصكوك الصادرة في ماليزيا بغير عملة الرينجيت. (بركات، 2016)

4.4. التدرج المدروس والإضافة وفق الحاجة وعدم الاستعجال:

كانت الاستجابة الحكومية لمتطلبات المستثمرين والمتعاملين في الصناعة المالية الإسلامية تتم وفق رؤية إستراتيجية تأخذ في الحسبان الآثار السلبية والإيجابية على الاقتصاد ككل، وعلى صناعة التمويل بالخصوص، وتقييم الخطوة قبل الشروع فيها، وهذا ما أضفى على المبادرات والاستجابات الحكومية مصداقية واعتمادية ساهمت بتأثيرها الإيجابي في نجاح صناعة المصرفية الإسلامية.

5.4. التنمية البشرية وتأهيل الكوادر:

من أهم الخطوات التي صاحبت تطور الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا الاهتمام بالعنصر البشري والذي يعد الركن الأساسي في نمو وازدهار أي صناعة. لقد أدرك المسؤولون من وقت مبكر أهمية هذا الأمر فكان إنشاء الجامعة الإسلامية العالمية ومعاهد التدريب المتخصصة، وإقامة الندوات والمؤتمرات، كوسائل لتوفير وتأهيل الكوادر البشرية التي تسهم في سد احتياجات القطاع المصرفي والمالي، بل وحتى على مستوى أعضاء الهيئات الشرعية منعت الأنظمة عضو الهيئة الشرعية من شغل عضوية أكثر من مصرف واحد، وذلك لتشجيع استقطاب طلبة العلم للعمل في تلك الهيئات وتطوير مهاراتهم ومعارفهم. (المعجل، 1436هـ)

الخاتمة:

- تؤكد التجربة الماليزية على ضرورة تبني إستراتيجية محكمة لإنشاء سوق إسلامي للأوراق المالية في الجزائر تتضمن توفير الإطار القانوني اللازم لعملياته، تأسيس هيئة أوراق مالية شرعية تتكفل بتأسيسه ومراقبة سير عملياته وتأهيل الكوادر البشرية اللازمة لسد احتياجاته.
- وتوصلت الدراسة إلى جملة من النتائج، نذكر منها:
- يمثل سوق الأوراق المالية الإسلامي المكان المخصص لإجراء المعاملات المالية وفقاً لضوابط الشريعة الإسلامية، والتي تتم من خلال قيام أصحاب العجز المالي بإصدار أدوات مالية إسلامية ليتم تداولها من طرف أصحاب الفائض المالي في إطار شرعي تحت إشراف الهيئة الشرعية لهذا السوق، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى للدراسة.
 - ارتكزت التجربة الماليزية على تأسيس مؤسسات مالية وبنوك إسلامية مع ابتكار أدوات مالية إسلامية تتوافق مع احتياجات المتعاملين الاقتصاديين، وهذا ما يدعم الفرضية الأولى للدراسة كذلك.
 - ساهمت الأسهم الإسلامية في رفع القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزي إلى 18,1951 بليون رينجت في سنة 2019 بنسبة 61,12%، بفضل الجهود المبذولة من قبل الحكومة الماليزية الهادفة إلى جعل سوق الأوراق المالية الماليزي سوقاً جذاباً لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وهذا ما يتوافق مع الفرضية الثانية للدراسة.
 - يمثل حجم سوق الصكوك الإسلامية ربع سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي بفضل الإعفاءات الضريبية التي طبقتها السلطات الماليزية على هذا النوع من الأدوات المالية.
 - يمثل حجم سوق الأوراق المالية الإسلامي ضعف الناتج الداخلي الخام في ماليزيا، وهذا ما يدل على قدرة الأدوات المتداولة في هذا السوق على استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية بالإضافة إلى اجتذابها للمتعاملين الاقتصاديين الذين يرغبون بتوظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يؤكد لنا على الدور الفاعل لسوق الأوراق المالية الإسلامي في التنمية الاقتصادية للجزائر أي صحة الفرضية الثالثة للدراسة.
 - تؤكد التجربة الماليزية على ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامي في الجزائر مع استحداث أدوات مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية كالأسهم والصكوك الإسلامية وطرحها للتداول فيه بغرض استقطاب مدخرات الأفراد.
 - وفي الأخير، توصي الدراسة بضرورة اتخاذ الإجراءات التالية لفتح سوق إسلامي للأوراق المالية في الجزائر:
 - يتطلب فتح سوق إسلامي للأوراق المالية إرادة حكومية وتوفير أطر تنظيمية وضريبية ومحاسبية شاملة له.
 - وجوب تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر من خلال ابتكار أدوات مالية جديدة تلبى احتياجات المتعاملين الاقتصاديين وتتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية.
 - زيادة فتح البنوك الإسلامية في الجزائر وتحسين أداؤها لضمان تدخل فعال لها في سوق الأوراق المالية الإسلامي في حال تأسيسه.

قائمة المراجع:

- بدروني هدى، قوريش نصيرة، (2015)، أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية — دراسة قياسية—، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 05.
- براني عبد الناصر، بركات سمير، (2016)، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة العلوم الإسلامية الأمير عبد القادر، قسنطينة، 5 (10).
- بن عبد العزيز المعجل عبد الله، (1436هـ)، لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 35.
- بهلول لطيفة، صيفاوي حكيم، (2018)، أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، 10(1).
- جبار محفوظ، عياشي بلقيس دنيا زاد، (2017)، سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بين الالتزام بالضوابط والأزمة المالية العالمية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 8(3).
- زرزار العياشي، (2018)، سوق الأوراق المالية الإسلامية (تجربة سوق رأس المال الإسلامي)، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، الملف الرابع.
- الزعبي حمو، 2008، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية (التجربة الماليزية)، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، دراسات اقتصادية، الجلفة، الجزائر، 5(3).
- سفر أحمد، (2006)، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، طرابلس: المؤسسة الحديثة للكتاب.
- شرياق رفيق، (2015)، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 3(4).
- عبو عمر، (2017)، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 9(2).
- عتروس صبرينة، مشري فريد، (2016)، السوق المالية الإسلامية، المفهوم والأدوات (تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 8(11).
- قسول كمال، مصباح حراق، (2018)، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، المجلد(2)، عدد خاص.
- كتاف شافية، (2014)، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر.

الملحق رقم (1): تطور سوق الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة (2007-2016).

الوحدة: تريليون رينجيت ماليزي.

السنوات	رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية	رسملة سوق الصكوك الإسلامية	نسبة رسملة سوق الصكوك إلى رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي
2007	1.67	0.20	11.98%
2008	1.26	0.21	16.67%
2009	1.65	0.25	15.15%
2010	2.04	0.29	14.22%
2011	2.12	0.35	16.51%
2012	2.48	0.48	19.35%
2013	2.73	0.51	18.68%
2014	2.76	0.58	21.01%
2015	2.82	0.61	21.63%
2016	2.84	0.66	23.24%

الملحق رقم (2): تطور نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي إلى الناتج الداخلي الخام في ماليزيا خلال الفترة (2007-2016).

الوحدة: تريليون رينجيت ماليزي.

السنوات	الناتج الداخلي الخام	رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية	نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي إلى الناتج الداخلي الخام
2007	0.66	1.67	214%
2008	0.76	1.26	216%
2009	0.71	1.65	253%
2010	0.82	2.04	165%
2011	0.91	2.12	232%
2012	0.97	2.48	255%
2013	1.01	2.73	270%
2014	1.10	2.76	250%
2015	1.15	2.82	245%
2016	1.23	2.84	230%

المصادر: حراق مصباح، كمال فسول، (2018)، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، المجلد(2)، ص.106.