

أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية

"سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذجاً"

* أ. مرعي على ضوء

** أ. أبو بكر صالح نصر

*** أ. عبد السلام عمر شندوله

الملخص:

هدفت هذه الورقة إلى تبيان دور السوق المالية الإسلامية في دعم الاقتصاد وتنمية المدخرات وذلك من خلال فتح قنوات استثمارية تتسمج وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تمثل الحل والبديل الأمثل لتداول رؤوس الأموال وعلى مختلف صيغ الاستثمار التي تقرها الشريعة الإسلامية.

وباعتبار أن دولة ماليزيا من أكبر الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية قمنا من خلال هذه الورقة بإجراء دراسة حول أهمية دور الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الاستثمار الإسلامي في سوق الأوراق المالية بماليزيا ودوره في التنمية الاقتصادية. وتحقيقاً لذلك اتبع الباحثون المنهج الوصفي الاستقرائي للتجربة الماليزية في سوق الأوراق المالية مع تحليل بعض المؤشرات المالية لدور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية.

وقد خلص الباحثون إلى عدة نتائج أهمها تلك التي تحقق الغرض الرئيسي من البحث ومن بينها أن سوق المال الإسلامية من أهم الأسواق

* مساعد محاضر بقسم التمويل والمصارف - كلية الاقتصاد جامعة الزيتونة.

** مساعد محاضر بقسم التمويل والمصارف - كلية الاقتصاد جامعة الزيتونة.

الداعمة للتنمية الاقتصادية، كما أنها تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوفّرة لدى المصارف الإسلامية. ولقد أوصت الدراسة بضرورة العمل على التوسيع في إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية على المستويين المحلي والدولي مع تتميمة الوعي الداخلي بين المسلمين، كما رأت أيضاً في توصياتها إنشاء اتحاد للأسواق المالية الإسلامية لتعزيز فعالية الدور الذي تقوم به هذه الأسواق في تنسيق الجهود الجماعية لخدمة الأهداف الاستثمارية الجزئية لكل بلد استثماري، ولخدمة التكامل والتنمية الاقتصادية.

مقدمة ومشكلة الدراسة:

في الوقت الذي تشكل فيه السوق المالية التقليدية أساساً لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية من خلال إنشاء سوق مالية متكاملة معتمدة على قيم وتشريع الاقتصاد الإسلامي، فبينما كانت السوق المالية مرآة للاقتصاد الوطني والعالمي، ومؤشرًا هاماً على نشاط السوق، وأداة فعالة للمدخرين والمستثمرين، أصبحت اليوم مسرحاً للعبث بأموال الناس لما أصبحت تحويه من صفات وهمية مبتكرة من الهندسة المالية التقليدية. وهذه الأخيرة تسببت في أزمات مالية عالمية عديدة سرعان ما تحولت إلى أزمات اقتصادية، فأحدثت انهيارات وتداعيات وتراتبات، عرفت بدايتها ولم يتم التعرف على نهاياتها. كل هذا يدعونا إلى إعادة النظر في طبيعة النظام المالي العالمي وإصلاحه بما يجنب العالم ويلات أزمات أخرى مقبلة، ولا يتم ذلك إلا من خلال تبني أسس جديدة لنظام مالي عالمي إسلامي جديد يضمن حماية أموال الأمة من الضياع والاقتصاد من الانهيار.

وفي ظل التطور الذي تعرفه المالية الإسلامية خاصة الصكوك الاستثمارية في العالم في السنوات الأخيرة وبعد الأزمة المالية العالمية 2008، والدور الكبير التي

أصبحت تلعبه في دعم الاقتصاد وتبئنة الأدخار، وباعتبار ماليزيا أكبر الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية، وتؤدي باعتبارها موازية لسوق الأوراق المالية التقليدية سوقاً مكملاً للجهاز المصرفي الإسلامي إلى توسيع وتعزيز سوق المال الماليزي؛ وهذا ما جعلها أكثر جاذبية للمتعاملين المسلمين وغير المسلمين. لقد تم من خلال هذه الورقة البحث عن أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا كأحد الأدوات المالية الإسلامية التي تسهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى خاصة مشروعات البنية التحتية، حيث تلعب دوراً هاماً في توليد النمو الاقتصادي بماليزيا، وتم صياغة الإشكالية في التساؤل التالي:

1. ماهية أسواق المال الإسلامية؟ وما الخصائص التي تميزها عن غيرها؟
2. ما مدى حاجة المصارف الإسلامية إلى وجود أسواق المال الإسلامية؟
3. ما هي طبيعة ونوعية العمليات والمؤشرات المتداولة في سوق المال الإسلامية؟
4. هل حققت الأسواق المالية الإسلامية في الدول المتقدمة أي نجاحات على صعيد التنمية الاقتصادية؟

وللإجابة عن هذه التساؤلات فقد قسم الباحثون الدراسة إلى عدة محاور رئيسية تحقيقاً لأهداف البحث:

المحور الأول: ماهية الأسواق المال الإسلامية ونشأتها.

المحور الثاني: حاجة المصارف الإسلامية إلى وجود سوق مال إسلامية.

المحور الثالث: نظرة حول سوق المال الإسلامي الماليزي.. المفهوم، النشأة، عملياته، ومؤشراته المتداولة.

المحور الرابع: تجربة الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية وتبئنة المدخرات.

أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. التعرف على ماهية ونشأة وتطور سوق المال الإسلامية.
2. الكشف على مدى حاجة المصارف الإسلامية لوجود سوق مال إسلامي.
3. تسلیط الضوء على العمليات المالية والمؤشرات الإسلامية بسوق الأوراق المالية الماليزي.
4. الإلتفاف على الدور الذي لعبته الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية بماليزيا في تمويل التنمية الاقتصادية.

أهمية الدراسة:

تبعد أهمية الدراسة من خلال تعرضاً إلى أهمية الأسواق المالية الإسلامية وحاجة المصارف الإسلامية إلى وجودها والدور الذي تلعبه في دعم اقتصاديات الدول وتنمية مخراتها، فضلاً إلى تسلیط الضوء على أهم التجارب الرائدة في الصناعة المالية الإسلامية في العالم العربي والإسلامي.

منهجية الدراسة:

تتعدد المناهج المستخدمة في الأبحاث المعرفية وتظهر لكل دراسة طبيعة تستلزم استخدام منهج محدد، لكن المنهج الذي يتبعه الباحثون في هذه الدراسة لهذا الموضوع هو المنهج الوصفي وهو أسلوب بحثي يهدف إلى وصف دقيق للظاهرة محل الدراسة والتي تمثلت في وصف سوق الأوراق المالية في إطار نظري تضمن ماهيتها ونشأة وأهم العمليات المالية والمؤشرات الإسلامية مع التركيز على الصكوك الإسلامية باعتبارها من أهم الأدوات المالية والأكثر تداولاً على المستويين المحلي والدولي في ماليزيا، بالإضافة إلى المنهج الكمي من خلال تناول المؤشرات المالية

بسوق الأوراق المالية الإسلامية في دولة ماليزيا لغرض تحليلها تحليلًا كميًّا، لإبراز الدور الذي لعبته في تحقيق الدعم الاقتصادي وتنمية المدخرات، معتمدين بذلك على المراجع العلمية والأبحاث والمقالات والمنشورات المتعلقة بموضوع الدراسة.

الدراسات السابقة:

سوق الأوراق المالية الإسلامية حديثة العهد والتكون، وكثيراً من المعاملات والعمليات التي تجري فيها تعتبر من الأمور المستحدثة، لذلك وجد الباحثون أن كثيراً من الكتب والبحوث العلمية المتوفرة قد تحدثت عن الأسواق المالية التقليدية وأدواتها المتداولة سواء كانت من الإطار النظري أو التطبيقي من جهة، أو من المنظور الوضعي الاقتصادي أو المنظور الإسلامي من جهة أخرى. وأغلب المصادر المعاصرة حول هذا الموضوع التي استطاع الباحثون الحصول عليها لم تتناوله بالتحليل المعمق والشامل وأن المراجع الإسلامية المعاصرة حول هذا الموضوع نادرة بعض الشيء، ونظراً لضيق المجال ومحدودية الورقة العلمية من الناحية الكمية والكيفية سيتم تناول بعض من الدراسات ذات العلاقة ببيئة الدراسة محل البحث.

1. دراسة سمور، 2007 بعنوان: "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق المال الإسلامية في ماليزيا":

هدفت الدراسة إلى الإجابة على العديد من التساؤلات المطروحة حول مدى توافق معاملات وأنشطة الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مع أحكام الشريعة الإسلامية ومدى صحة واقع التطبيق العملي لنظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية التي وضعها علماء الاقتصاد المسلمين، كما ركزت الدراسة على أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق المال الإسلامية في ماليزيا وعرضها على ميزان الشريعة الإسلامية ثم انتقلت إلى تقييم مدى توافق أدوات سوق المال الإسلامية مع

أحكام الشريعة والآراء الفقهية الراجحة. وعلى الرغم من تسلط الضوء على أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق المال الإسلامية الماليزية إلا أن الدراسة أغفلت التركيز على تلك الأدوات من الناحية التنموية فضلاً عن إغفالها إلى إبراز الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات السوق المال الإسلامي.

2. دراسة جعفر، 2006 بعنوان: "سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي وشرعى": ركزت الدراسة على مناقشة نظرية سوق المشتقات بشكل عام، وتحصر المناقشة على عقود المستقبليات وعقود الخيارات بالإشارة على وجه الخصوص إلى تجربة بورصة المشتقات الماليزية، وبيان التكيف الفقهي لمعاملاتها ودورها في تطوير الأسواق المالية، وتطرق إلى بيان مفهوم سوق المشتقات الماليزية وتاريخ نشأتها وأهميتها في الحياة الاقتصادية، وركزت على دراسة وتحليل الواقع الفعلي للعمليات في بورصة المشتقات الماليزية وبيان الأحكام الشرعية في عقود المستقبليات وعقود الخيارات والتكيف الفقهي لها ومدى توافقها مع الشريعة، ولكن هذه الدراسة هي الدراسة التطبيقية التقليدية لأدوات المشتقات في سوق المشتقات الماليزية. ولم يكن التركيز فيها على دور أدوات السوق المالية الإسلامية وكذلك على العقود المتداولة أو العمليات الجارية في السوق، كما لم تطرق إلى دور الصكوك الإسلامية كأداة من الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية، وانحصرت الدراسة على سوق المشتقات.

المحور الأول

ماهية الأسواق المال الإسلامية ونشأتها

لكي نحدد مفهوم السوق المالية الإسلامية الذي يعطي دلاته المعنوية والموضوعية يتطلب الأمر منا استقراء تعريف الباحثين فيه. فقد عرفها (حطاب،

2005، ص: 02): "هي التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والstocks الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية"؛ وعرفها (السعد، 2008، ص: 19): "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة"، وعرفها (أحمد، 1995، ص: 24): "سوق منظمة تتعدد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".

وعرفها (موفق، 2013، ص: 19): "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتواقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم افتئتها وتدالوها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منتظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي".

ويمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها: الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال، يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، وبما يساعد على تنمية الأدخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي (أبو مؤنس، وآخرون، 2013، ص: 03). ومن هذه التعريفات يرى الباحثون أن السوق المالي الإسلامي تمتاز بخصائص معينة يمكن ذكرها في النقاط التالية:

- سوق تستند في حكمها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية.
- أن أدوات الملكية تشكل السمة البارزة للأدوات المالية المتداولة فيها.

- خالية من المضاربة غير المنشورة.

- توفر منافسة حرة وعادلة.

1- نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية:

بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية منذ حوالي عقدين من الزمن، وطرح هذه الفكرة الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس عام 1984، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة، واقتراح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معينة مسبقاً على أساس محضوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وتم فعلاً ذلك في البحرين عام 1986 بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، وعدة شركات استثمارية للأوراق المالية (ناصر، 2003، ص: 07). توالت التجارب بعد ذلك في إنشاء سوق مالية إسلامية والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبدأت المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستندة من الشريعة الإسلامية، تشكل أساساً لإقامة سوق مالية إسلامية. كما أكد المرحوم الدكتور محمد سيد مناعي هذه الفكرة، في بحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا سنة 1986 وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة سنة 1988 بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية انتقال واستثمار الأموال المنشورة في البلاد الإسلامية (حدة، 2009، ص: 471).

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو من بنوك إسلامية، حيث قامت العديد من الدول

المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار أوراق مالية إسلامية وطرحها للتداول، مثل سندات السلم وسندات المقارضة في الأردن، شهادات القرض الحسن بماليزيا، شهادات المشاركة في الباكستان وشهادات صناديق التمويل في السودان وكذلك تأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحرين سنة 2002 التي تسعى أن تكون لاعباً فعالاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلاميين، ومركز إدارة السيولة المالية سنة 2002 وهو شركة مساهمة بحرينية حصل على ترخيص كبنك استثماري إسلامي والذي من بين مهامه مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على إصدار الصكوك (براضية، 2011، ص: 127).

المحور الثاني

حاجة المصارف الإسلامية إلى وجود سوق مال إسلامية

إن السوق المالية التقليدية من حيث أصل فكرتها تؤدي دوراً أساسياً ومهماً في النمو الاقتصادي، إلا أن هذه السوق وفي حالته الراهنة، ليست النموذج المحقق لأهداف الاقتصاد الإسلامي وغاياته علاوة على أهداف أطراف المتعاملين في السوق المالي الإسلامي، بل إن السوق المالية التقليدية يترتب عليها العديد من الآثار التي تعيق تنمية ونجاح المصارف الإسلامية (أبومؤنس، 2013، ص: 07). فالسوق الإسلامي بالنسبة للمصارف الإسلامية حلقة وصل بين الادخار والاستثمار والذي هو بمثابة عامل مهم في نجاح المصارف الإسلامية من خلال تجميع مدخرات الأفراد وتمويلها إلى استثمارات حقيقة (علي والعيسى، 2004، ص: 67). ويرى (العقل)، (2011، ص: 21) أن وجود سوق مالية إسلامية نشطة هو أمر ضروري لدعم ونجاح المصارف الإسلامية. كما يرى (دراجي وأوسرير، 2011، ص: 04) إلى: أن من أهم التحديات المؤثرة في نجاح المصارف الإسلامية هو مدى توافر سوق مالي

إسلامي يرعى استثماراتها، فالمصارف الإسلامية كغيرها من المؤسسات المالية الأخرى تحتاج إلى من يرعى ويساند متطلباتها الاستثمارية.

وتوصلت دراسة (مرازقة وشخاخ، 2011، ص: 18) أن الأسواق المالية التقليدية بالشكل الحالي لا تصلح للتعامل في إطار إسلامي فهي تنافي في عمومها أحكام الشريعة الإسلامية وبالتالي هي عقبة أمام تطور ونجاح المصارف الإسلامية، ويرى (المرطان، 1999، ص: 51) أن من أهم المشاكل التي تؤثر على تنمية ونجاح المصارف الإسلامية هو عدم وجود سوق مالي إسلامي والتي تعد بحق من ضرورات الاستثمار والتنمية لها. وتوصلت دراسة (بني عامر، 2010) أن عدم وجود سوق مالي إسلامي سوف يزيد من عجز امتلاك المصارف الإسلامية أدوات إسلامية مبتكرة تمكنها من استقطاب موارد الأموال ومن ثم استثمارها. ويرى (الهبيتي، 2006، ص: 245) أن تفعيل دور المصارف الإسلامية ونجاحها يتطلب من قيام سوق مالي إسلامي وذلك للأسباب التالية:

- 1- يبحث المستثمرون المسلمين عن قنوات استثمارية تتسمج وأحكام الشريعة الإسلامية، ولعل من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها هو أن محتوى هذه الأسواق ومعاملاتها تتسمج وتطابق مع معطيات الشريعة الإسلامية الفائدة والاقتصادية.
- 2- يعد من أهم العوامل التي تسهم في نجاح قيام السوق المالي الإسلامي هو اتحاد الدين والمصالح المشتركة.
- 3- تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لتداول رؤوس الأموال وعلى مختلف صيغ الاستثمار التي تقررها الشريعة الإسلامية.

- 4- يعد تفعيل صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالي التقليدي، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الاستثمارية في السوق المالي الإسلامي.
- 5- التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، إذ أن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة المعالم على أسواق الدول الإسلامية.
- 6- بالإمكان العمل في سوق المال الإسلامية بالخيارات الشرعية التي أفرتها الشريعة الإسلامية مثل خيار المجلس*، و الخيار العيب** وهي بدائل إسلامية عن الخيارات غير الشرعية في السوق المالي التقليدي.
- 7- تقليل خطر الاستثمار وذلك لتنوع صيغ الاستثمار الإسلامي ولا سيما صيغة المشاركة وأفضل تنوّع لصيغ الاستثمار الإسلامي لا تتم إلا في إطار وجود سوق مالي إسلامي.
- 8- لكون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل، ولذلك كانت الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته؛ لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرین ضمن الحدود الشرعية (أون، 1997، ص: 221).
- 9- حاجة الصناعة المالية الإسلامية لتعزيز وتوسيع سوق الأوراق المالية الإسلامية، مما يعود بالفائدة على جميع المؤسسات العاملة في الاقتصاد الإسلامي، ويجعل لها جاذبية أكبر في توفير التمويل لمختلف الاحتياجات والأجال، وثمة هناك علاقة إيجابية

قوية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية وتنمية البنوك الإسلامية، كذلك فيما بين سيولة السوق والنمو الاقتصادي (حسانين، 2008، ص: 89).

وقد خطت المؤسسات النقدية الإشرافية في عدد من الدول الإسلامية التي حققت تقدماً في الإصدارات المالية الإسلامية خطوة مهمة في إنشاء سوق مالي إسلامي دولي متذدة من البحرين مقرّاً له. فعلى صعيد التعاون والتسيير بين الدول والمؤسسات الإسلامية في المجال المالي والنقدi أعلن أن ست دول هي البحرين وال سعودية ومالزيا وإندونيسيا وبروناي والسودان وقعت على اتفاقية إنشاء أول سوق مالي إسلامي دولي، وهذا يعني قيام مؤسسة تكون مسؤولة عن تنظيم السوق المالي الإسلامي الدولي وتطويرها، فضلاً عن مسؤوليتها في المصادقة على شرعية ونظمية الأدوات المالية الإسلامية. وتوجد جهات ومؤسسات إسلامية عدة تصدر الأدوات المالية مثل صكوك الإجارة، وصكوك المرابحة وغيرها من الصكوك الإسلامية، ومن ثم فإن قيام مثل هذه المؤسسة ستوحد تلك الجهات مما يكون من شأنه سد ثغرة كبيرة في سوق الإصدارات المالية الإسلامية ومعالجة السلبيات فيها (الموسوى، 2009، ص: 87).

وتمثل السوق المالي الإسلامي الدولي والمؤسسات المالية الإسلامية الأخرى البنية الأساسية الازمة التي يمكن أن ترتكز عليها المصارف الإسلامية في سعيها للاندماج في البيئة المالية العالمية، والتكيف مع التغيرات التي تفرضها العولمة المالية، إذ أن مقدرة المصارف الإسلامية على مواجهة هذه التحديات ستتأثر بمدى نجاح هذه المؤسسات في أداء مهامها وتحقيق أهدافها (عوجان، 2005، ص: 1712).

وتعد حاجة المصارف الإسلامية وبقي المؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود سوق مالي إسلامي على قدر كبير من الأهمية، إذ تساعد هذه المؤسسة على الاستخدام الأمثل للموارد المالية، ولاسيما إن تلك المؤسسات لا يمكنها اللجوء إلى الأسواق

العالمية أو إلى مؤسسات المصرفي التقليدية في حالة نقص السيولة أو الرغبة في توظيف فائض السيولة لديها (قاض، 2004، ص: 289). ونستطيع إجمالاً مشكلة المصارف الإسلامية بالنسبة لعدم اكتمال السوق المالي الإسلامي الدولي في نقطتين أساسيتين هما (الموسوي، 2009، ص: 88):

أ- عدم وجود أدوات مالية كافية ومناسبة: إذ تعاني المصارف الإسلامية من عدم امتلاكها أدوات مالية تتمتع بما تتمتع به الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية قدر تعلق الأمر بالقدرة على تحويل استحقاقات موارد الأموال القصيرة الأجل إلى استثمارات أطول أجلًا مع إمكانية تسبييل هذه الاستثمارات وقت الحاجة وتحقيق قدر مقبول من الأرباح والأمان.

ب- عدم تنوع المؤسسات المالية الإسلامية: إذ يعد الأمر الثاني الذي تعاني منه المصارف الإسلامية نتيجة عدم توافر سوق مالي إسلامي دولي وعدم تنوع المؤسسات المالية الإسلامية، إذ إن المؤسسات المالية الإسلامية تقصر على المصارف الإسلامية وشركات الاستثمار وعدد محدود من شركات التأمين التكافل الإسلامية فضلاً عن الشركات القابضة، مما يوجب على هذه المصارف أن تعمل على إنشاء مؤسسات مالية جديدة وتوسيع القائم منها وتطويره (الموسوي، 2009، ص: 88).

المحور الثالث

نظرة حول سوق المال الإسلامي الماليزي..

المفهوم، النشأة، عملياته، ومؤشراته المتداولة

تعد نقطة الانطلاق لنشأة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا في أوائل ستينيات القرن الماضي هي إنشاء هيئة صندوق الحاجاج في نوفمبر 1962، والتي تعني بإدارة أموال الحاجاج بشكل متواافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما بداية تطور العمل

المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983 بالتزامن مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي الذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983 عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وتم في نفس العام تأسيس أو مصرف إسلامي ماليزي ثم تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 بعد إقرار قانون التأمين الإسلامي، وقد أدى ذلك إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في المصادر التجارية التقليدية المعروفة في عام 1993 باسم نظام العمل المصرفي غير الربوي وذلك بإيجاز من البنك المركزي الماليزي (سمور، 2007، ص: 117). وقد كانت النقلة النوعية في أداء السوق المالي الماليزي في العام 1990 بإصدار أول صكوك إسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي عام 1990، وذلك لتمويل عمليات التوسع لشركة "شل" العاملة في مجال الطاقة والغاز، وقد تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى ما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق المال الإسلامي الماليزي واتساعه (أبوشعban، 2010، ص: 60).

١- ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

يتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سوق الأوراق المالية التقليدي وآخر إسلامي، وكغيرها من البورصات تقسم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة (سوق موازية)، وتعتبر البورصة من أهم مصادر التمويل وسد حاجات الاستثمار في ماليزيا باعتبارها من أهم الدول الرأسمالية في منطقة جنوب شرق آسيا.

• مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا:

قبل التعرف على مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية، سنوضح بإيجاز نشأة السوق المالية التقليدية بماليزيا لأنها السبقة في الظهور. كان الظهور

الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في 09 مايو 1960، حين شكلت سوقاً منظمة مشتركة مع سنغافورة، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يتم فعلياً سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكمال المبادرات لداول الأسهم، وتطورت سوق الأوراق المالية تطوراً ملحوظاً خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فبراير 2001 ومن أهداف هذه الخطط:

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزاً لتمويل وتطوير الشركات المحلية.
- إيجاد بيئة استثمارية مثل للمستثمرين وخلق موقع تنافسي لمؤسسات السوق.
- تطوير خدمات الوساطة وتقوية أنظمة الرقابة.
- اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

أ- مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي " بأنه السوق الذي تتتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتواقة تماماً مع إحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، المقامرة وبيوع الغرر، وغيرها، أي سوق مالي تتتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتواقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية (هيئة الأوراق المالية، 2004، ص: 45). ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات

الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين (سمور، 2007، ص: 98).

ب- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

كانت أول بداية حقيقة 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 المبادئ الشرعية الإسلامية (صغر الدين، 2007، ص: 38)، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 يوليو 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993 (الفزلي، 1999، ص: 24). أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (شيل ام. دي. اس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990 تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه (عدنان، 2008، ص: 178). ومع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 (والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية. وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهيرية في

بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال (سمور، 2007، ص: 101):

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على مستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.
 - **عمليات السوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:**
وهي ثلاثة عمليات نوضحها فيما يلي (حرفوش، 2008، ص: 194):
 - **العمليات العاجلة:** وهي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسلم الثمن إثناء العقد أو بعده مباشرة، ومن أهم أنواعها:
 - الشراء بكمال الثمن: ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع له المشتري الثمن كاملاً وفوراً قبل أن يتفرقا من المجلس، وقد يتأخر التسليم ثلاثة أيام أو أكثر.
 - البيع على المكشوف: وتمثل هذه العملية في اقتراض مستثمر أوراق مالية وبيعها قبل تملكها عن طريق السمسارة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أخرى تمايزها في الكم والنوع وإعادتها إلى المقرض، وقد بررت اللجنة الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات بما يلي:
 - تحقيق المصلحة العامة.
 - توفير السيولة لسوق.

• إن إقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الإجارة.

وقد تم التعامل بالبيع على المكشوف وفق نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية لأول مرة في نهاية سنة 1995، ولكن علقت في إعاقب أزمة 1997، وأجريت عليها بعد ذلك دراسات مكثفة وقررت اللجنة الاستشارية جوازها في عام 2006 شرط الخضوع لقواعد الإقراض والاقتراض. ويلاحظ إن عملية البيع على المكشوف في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا تختلف كثيراً عن ما هو معمول به في سوق الأوراق المالية التقليدية أو الوضعية (حرفوش، 2008، ص: 194).

ب - المشتقات المالية:

هناك نوعين من العقود المستعملة المتتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية من أصل تسعه عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبليات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها في سنة 1997، وأيضاً عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعاً في أبريل 2006 من قبل الجنة الاستشارية الشرعية، وكانت أهم حجتها ما يلي (جعفر، 2007، ص: 194):

- عقود المستقبليات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعاً.
 - عقود المستقبليات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حدتها البورصة في ماليزيا إلى غير ذلك من الحجج.
- وتتجدر الإشارة إلى إن عقود الخيار اعتبرتها اللجنة الاستشارية الشرعية غير جائزة ولا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الإسلامية (جعفر، 2007، ص: 194).

ج - المؤشرات الإسلامية:

ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

• المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز:

ورشيد حسين المحدودة هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996، وأصبح خاصعاً لرقة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتواقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة به.

• المؤشر الشرعي كوالالمبور:

تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين ي يريدون الاستثمار في الأسهم المتواقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجواز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضاً لاعتبار أن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامر، وترى اللجنة الشرعية بأن تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبليات للمؤشرات. ولكن كان قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالف لما سبق ذكره لاعتبار إن تداول المؤشرات نوع من المقامرة البحتة.

• أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

وتتعدد أهمية هذا السوق والتي نوجزها في النقاط التالية:

أ- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتواقة مع الشريعة الإسلامية:

تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمار الممتاز للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وكما رأينا تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية

الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة أنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

1- الرقابة على المعاملات في السوق:

أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفاً لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.

2- تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره:

نلاحظ من خلال الجدول رقم (01) سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات التسعة 71٪، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 50٪ من رسملة السوق كل في خلال تلك الفترة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتواقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقاً مالياً إسلامياً دولياً بجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية.

الجدول رقم (1): تطور نسب عدد الأسهم المتواقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2005-2013):

										السنوات
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005		عدد الأسهم المتواقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم (%)
71	89	89	88	88	87	86	86.1	85		رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق
%60.49	%64.28	%63	%59.3	%63.8	%64.2	%63.7	%64.56	%63.28		أداء البورصة في ماليزيا.

Source: Securities commissions, annual report (2008, 2010, 2012, 2013).

المحور الرابع

تجربة الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية وتبسيط المدخرات
تناول في هذا المحور مفهوم الصكوك وأنواعها ومدى مساهمتها في تطوير
أداء البورصة في ماليزيا.

1- مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

هناك عدة تعاريف للصكوك المالية الإسلامية من أهمها:

- تعرف حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها "وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك ووقف باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 288).

- عرفت حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي "أنها إصدار وثائق وشهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات (أعيان، منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاءها من حصيلة الاكتتاب، وتتصدر وفق عقد شرعي (الشريف، 2010، ص: 02).

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن الصكوك المالية الإسلامية تتميز بالخصائص التالية (صالح، 2008، ص: 17-18):

- الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة.
- تكون قابلة للتداول في البورصة في إطار الضوابط الشرعية.
- تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحامليها في الحصول على الأرباح.
- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية الموجودات المخصصة للاستثمار.
- الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك.
- الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع وفق إحكام الشريعة الإسلامية.

2- أنواع الصكوك الإسلامية وتطورها في سوق الأوراق المالية في ماليزيا:

أ- أنواعها: تتتنوع الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية وهي كما يلي:

- صكوك الإجارة: تعرف على أنها صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، ويصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعد باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحامليها فرصة الحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وقد

قررت اللجنة الاستشارية الشرعية في ماليزيا بان صكوك الإيجار هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإيجار.

• صكوك الاستصناع: تعرف هذه الصكوك في ماليزيا بأنها "شهادات التي تمثل قيمة الأصول المستصنعة، وتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة للجهة الممولة"، كما يمكن اعتبارها شهادات تم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه وفقاً لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل بذلك حصصاً شائعة في شركات متخصصة لممارسة النشاط الصناعي.

• صكوك البيع بثمن أجل والمرابحة: وتعرف هذه الصكوك في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالثمن الأجل أو المرابحة (عدنان، 2008، ص: 192).

• صكوك المضاربة: تمثل هذه الصكوك أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها المالك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة ويحصل مالكوها على نسبة شائعة في الربح، وتتوفر فيها عقد المضاربة من الإيجاب والقبول وملوحة رأس المال ونسبة الربح (جباري وخميلي، 2010، ص: 15).

• صكوك المشاركة: عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشابهة كثيراً للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في إن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك تعتبر شريكاً لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة (حرشوف، 2009، ص: 190).

3- تطور الصكوك الإسلامية المصدرة في السوق المالية في ماليزيا:

ونلاحظ من الجدول رقم (2) نسبة الصكوك المصدرة خلال الفترة 2005 إلى 2012 كانت في تزايد مستمر متخطية 50% في جميع السنوات ما عدا 2008 وكانت الصكوك أقل من السندات التقليدية الربوبية، وهذا بسب التخوف من الأزمة المالية العالمية 2008، ثم عاودت الصكوك الإسلامية تحقيق أداء جيد مسيطرة على سوق السندات في بورصة ماليزيا خاصة السوق الأولى (سوق الإصدار)، ويعود هذا الأداء الجيد إلى الاستراتيجيات التي قامت بها الحكومة الماليزية، حيث بدأت الأولى من سنة 2001 إلى 2004 وتم فيها التركيز على دعم المؤسسات المحلية، والثانية ركزت فيها على تطوير الأساسية التي جعلت البورصة الماليزية أكثر افتتاحاً وهذا ما لاحظناه في سنتي 2005 إلى 2006، وفي الفترة 2007-2010 والتي اعتمدت فيها السوق المالية الإسلامية على جذب الاستثمارات الأجنبية وهذا ما تجلى من خلال ارتفاع نسبة إصدار هذه الصكوك لولا الأزمة العالمية في هذه الفترة وما بعدها.

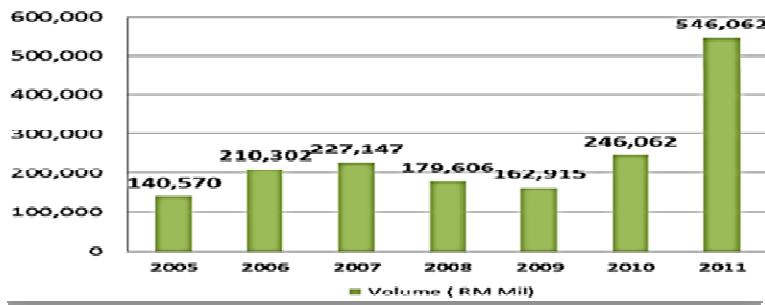
الجدول رقم(2):

تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا.

								السنوات
2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
71.09	78.9	40.33	34	43.2	121.3	42.02	43.32	إجمالي الصكوك الإسلامية (بالمليار RM)
103.3	112.33	63.58	57.5	140	158.8	75.83	62.66	مجموع السندات الكلية (بالمليار RM)
68.81	70.23	63.43	59.13	30.85	76.4	55.41	69.13	نسبة الصكوك إلى السندات الكلية (%)

Source: Securities commissions, annual report (2008, 2010, 2012, 2013).

الشكل رقم (1): تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2005-2011)⁽¹⁾.



Source: Rashdan Ibrahim, Vienna Austria ,Malaysian dominance in the issuance of Sukuk tradable and liquid market, overview-Malaysia vs the world.p:6.

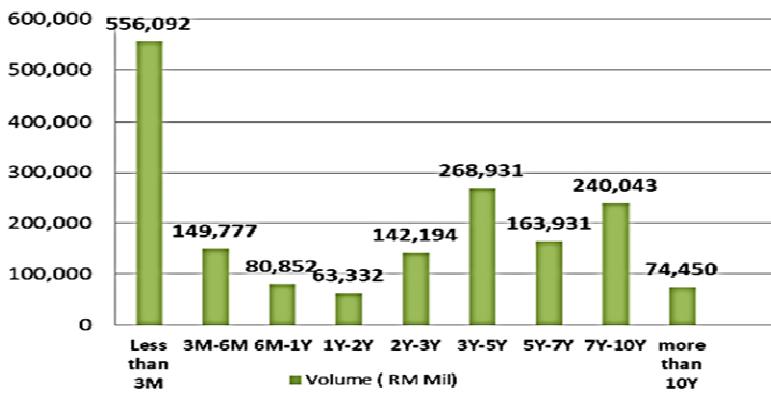
نلاحظ من الشكل رقم (1) ارتفاعاً كبيراً جداً لقيمة تداول هذه الصكوك في السوق الثانوي من 140.570 مليار رينجت سنة 2005 إلى 546.062 مليار رينجت سنة 2011، إلا في سنتي الأزمة 2008 و2009، حيث انخفض أداء هذه الصكوك بانخفاض تداولها، وهذا ما يبيّن جاذبية هذه الصكوك للمستثمرين سواء محليين أو أجانب، وأيضاً يبيّن زيادة أهمية السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الماليزي كما بيّناه سابقاً، ويمكن تفسيره بزيادة عمق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بسبب

- متوفّر على الرابط التالي:

http://www.academia.edu/5783816/Malaysian_Dominance_In_The_Issuance_of_Sukuk_Tractable_and_Liquid_Market

زيادة تنوع الصكوك والأدوات المالية الإسلامية من حيث نوع الأصل وأيضاً تنوع في تواريخ الاستحقاق كما يبينه الشكل المولى:

الشكل رقم (2): تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2001-2010) حسب تاريخ الاستحقاق.



Source: Rashdan Ibrahim, Vienna Austria ,Malaysian dominance in the issuance of Sukuk tradable and liquid market, overview-Malaysia vs the world.p:6.

وفي الأخير نلاحظ ارتباطاً بين سوق تداول هذه الصكوك مع سوق الإصدار، حيث من خلال تطور قيم التداول والإصدار يتبيّن كلما كان هناك زيادة في حجم التداول أدى إلى زيادة عمليات الإصدار، وهذا يدل على أنه كلما تميز السوق المالي الإسلامي بتوفير السيولة (السرعة والسهولة في عمليات البيع والشراء) زاد إقبال المستثمرين على الاكتتاب بهذه الصكوك في سوق الإصدار.

- تجربة الصكوك الإسلامية الماليزية مقارنة بتجارب دول العالم:

الجدول التالي رقم (3) يبين قيمة ونسبة الإصدار لبعض الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية في إجمالي الإصدارات في الفترة 2001 إلى غاية ديسمبر 2010، حيث نستنتج من الجدول أن ماليزيا حافظت على تصدرها لإصدار هذه الصكوك بنسبة 58.51% في مجموع هذه الصكوك في 10 سنوات، ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها (النواباني، 2010، ص: 17):

- سن ماليزيا قوانين تسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع البنك المركزي الماليزي مهمتها مراقبة ضوابط العمل بهذه الأدوات المالية الإسلامية.
- وجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة وجهاً مفضلاً لإصدار والاكتتاب في هذه الصكوك.
- قيام ماليزيا في سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك بما يسمح ب التداولها من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات، بالإضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالمياً.

الجدول رقم (3): إجمالي الصكوك المصدرة من حيث القيمة في بعض الدول في الفترة 2001 إلى 2010.

الدولة	قيمة الصكوك المصدرة بمليون دولار	نسبتها إلى القيمة الإجمالية %
ماليزيا	115393.76	58.51
الإمارات العربية المتحدة	32201	16.33
ال العربية السعودية	15351.88	7.78
السودان	13057.713	6.62
البحرين	6291.69	3.19
اندونيسيا	4658.5	2.36
باكستان	3447.207	1.75

نسبتها إلى القيمة الإجمالية %	قيمة الصكوك المصدرة بـمليون دولار	الدولة
1.27	2500.79	قطر
0.8	1575	الكويت
0.6	1175.91	بروناي دار السلام
0.39	767	أمريكا
0.15	271	بريطانيا
0.1	191.96	سنغافورة
0.06	123	المانيا
0.05	100	تركيا
0.05	100	اليابان
00	2.086	غامبيا
%100	197208.496	المجموع الكلي

Source: Ijlal Ahmed, islamic capital market overview and role of Islamic finance –aparadigm shift in Africa 28-29 March 2011.

ومن خلال ما سبق نلاحظ أن ماليزيا تلعب دور القائد لهذه الصناعة في المنطقة، بل إن ماليزيا هي الفائز عالمياً في صناعة التمويل الإسلامي، خاصة في مجالات مثل الخدمات المصرفية الإسلامية والصكوك والصناديق الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ولا يزال قطاع التمويل الإسلامي الماليزي قوياً ومستمراً في تحقيق استدامة في النمو يدعمه في ذلك قوة البيئة التنظيمية والمبادرات الحكومية المتعددة التي تهدف إلى فتح أحدث الإمكانيات أمام التمويل الإسلامي. ويمثل القطاع المالي في البلاد الآن نحو 25.7% من إجمالي أصول النظام المالي في ماليزيا. كما تقود ماليزيا أسواق الصكوك العالمية حيث تمثل ما نسبته 58.51% من الصكوك العالمية القائمة كما في الجدول رقم (3). كما

أن هناك 287 صندوقاً إسلامياً تتخذ من ماليزيا مقراً لها، وهو أكبر عدد من الصناديق تجتمع في بلد واحدة.

النتائج والتوصيات

النتائج:

توصلت الدراسة حول أهمية السوق المالية الإسلامية إلى مجموعة من

النتائج يمكن إبرازها على النحو الآتي:

- 1- نجحت ماليزيا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال الاستراتيجيات المطبقة وتبيّن ذلك من خلال تطور هذا السوق من حيث سوق الإصدار والتداول فيه، وأيضاً محافظته على ريادته للعالم من حيث تطور عمليات الإصدار المحلية والدولية.
- 2- أصبح سوق رأس المال الإسلامي من أهم الأسواق الداعمة للتنمية الاقتصادية بشكل عام وللمصارف الإسلامية بشكل خاص في ماليزيا، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008م.
- 3- مثل السوق المالي الإسلامي الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوفّرة في المصارف الإسلامية، وحقق أهدافها التنموية.
- 4- تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية.
- 5- تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تتحقّق له أهداف التحوط والتنوع، حيث يتمكّن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية.
- 6- تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات

المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع.

7- إن وجود سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لنجاح العمل المصرفي الإسلامي، ومدّه بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

الوصيات:

توصي هذه الدراسة بما يلي:

1- العمل على التوسيع في إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية في العديد من المدن الإسلامية مع تيسير وتبسيط إجراءات التعامل وتنفيذ خطة إعلامية واسعة، والعمل على تربية الوعي الادخاري بين المسلمين، وذلك حتى يكتسب نشاط السوق المالية بعداً شعبياً يكسب السوق عمقاً استثمارياً وتمويلياً بديلاً عن التعاملات غير الأخلاقية للمضاربين.

2- إنشاء اتحاد للأسواق المالية الإسلامية لتعزيز فعالية الدور الذي تقوم به هذه الأسواق في تنسيق الجهود الجماعية لخدمة الأهداف الاستثمارية الجزئية لكل بلد استثماري، ولخدمة التكامل والتنمية الاقتصادية.

3- تنمية ودعم الخبرات المتخصصة في القطاع المالي الإسلامي بإقامة معاهد للدراسات المالية الإسلامية، والتدريب على الأعمال المالية التي ينطاط بها تهيئة الكوادر اللازمة لمواجهة الاحتياجات المستقبلية في هذا القطاع.

4- الاستفادة من التجربة الماليزية كونها من التجارب الرائدة بالعالم العربي والإسلامي في إدارة السيولة لدى المصارف الإسلامية من خلال سوقها المالي الإسلامي.

المراجع

- ١- أبو مؤنس، رائد نصري وآخرون. 2013. "تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسوق والمؤسسات المالية الإسلامية". بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي التاسع لللاقتصاد والتمويل الإسلامي. خلال الفترة ٩-١١ سبتمبر. اسطنبول. تركيا. ص: ٥٣.
- ٢- أحمد، محبي الدين.. أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي. سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي. الكتاب الثاني. الطبعة الأولى. 1995، ص: ٢٤.
- ٣- إقبال، منور وآخرون.. التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب. جدة. الطبعة الثانية. 2001.
- ٤- براضية، حكيم.. التشكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية. (رسالة ماجستير) بقسم المحاسبة والمالية. جامعة حسيبة بن بو علي الشلف. الجزائر. 2011. ص: ١٢٧.
- ٥-بني عامر، زاهرة، مقالة بعنوان: "الادوات الاستثمارية الاسلامية في المصارف الإسلامية". منشورة بتاريخ: 26/04/2010. منشورة على الموقع: <http://iefpedia.com> تاريخ الإطلاع: 09/10/2014.
- ٦- جباري، شوقي وخميلى، فريد.. دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية". المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي". ١-٢ ديسمبر 2010. ص: ١٥.
- ٧- جعفر ، نورليامت سعيد.. سوق المشتقات المالية، تقدير شرعي. (رسالة ماجستير) جامعة اليرموك. الأردن. 2007. ص: ١٩٤.

- 8- حدة، رais.. دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية. مصر : إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع. 2009. ص: 471.
- 9- حروفش، سعيدة.. سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق ماليزيا- (رسالة ماجستير) جامعة المدية. الجزائر. 2009. ص: 194.
- 10- حسانين، فياض عبد المنعم.. "آليات تطوير المنتجات والخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية". مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية. طرابلس. ليبيا 29-30 يونيو 2008. ص: 89.
- 11- حطاب، كمال.. نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي. السعودية. جامعة أم القرى. 2005، ص: 02.
- 12- دراجي، عيسى ومنور أوسريير .. "تحديات الصناعة المصرفية الإسلامية". الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي. الواقع ورهانات المستقبل. يومي 23-24 فبراير معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير الجزائر 2011. ص: 04.
- 13- سمور، نبيل خليل طه.. سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. (رسالة ماجستير) الجامعة الإسلامية. غزة. فلسطين. 2007. ص: 117.
- 14- شعبان، مهند ممدوح.. مقترن فتح نافذة إسلامية في سوق فلسطين للأوراق المالية. (رسالة ماجستير) الجامعة الإسلامية. غزة. فلسطين. 2010. ص: 60.
- 15- صالح، فتح الرحمن علي.. "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية". ورقة لمنتدى الصيرفة الإسلامية. اتحاد المصارف العربية. بيروت. 2008. ص: 17-18.

- 16- صقر الدين، سحاسورياني.. سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته. جامعة اليرموك. (رسالة ماجستير). الأردن 2007. ص: 38.
- 17- عدنان، بن الصيف محمد.. الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات- من وجهة نظر إسلامية. (رسالة ماجستير) في العلوم الاقتصادية. جامعة بسكرة. الجزائر 2008. ص: 178.
- 18- علي، عبد المنعم السيد والعيسى، نزار سعد الدين.. النقود و المصارف والأسواق المالية. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى. 2004. ص: 67.
- 19- عوجان، وليد هويميل.." إدارة المؤسسات المالية الإسلامية في عصر العولمة". من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية.غرفة صناعة وتجارة دبي. دولة الإمارات العربية المتحدة. المجلس الخامس. 2005.
- 20- قاض، أحمد سفر.. العمل المصرفي الإسلامي أصوله وصيغه وتحدياته. منشورات اتحاد المصارف العربية. بيروت. لبنان. 2004. ص: 289.
- 21- السعد، أحمد.. الأسواق المالية المعاصرة. دراسة فقهية. عمان: دار الكتاب التقافي. 2008، ص: 19.
- 22- الشريف، حمزة بن حسين.. ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم. جامعة الملك عبدالعزيز. جدة. 25 مايو. 2010. ص: 02.
- 23- العقول، محمد علي.. المعوقات والتحديات التي تواجه المصارف الإسلامية. بحث مقدم لمؤتمر صيغ مبتكرة في التمويل الإسلامي، جامعة آل البيت، الأردن، عن الفترة 5-6 أبريل لسنة 2011. ص: 21.

- 24- الفزلي، أسامة محمد احمد.. تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدٍ إسلامي. مجلة المال والصناعة. العدد السابع عشر 1999. ص: 24.
- 25- المرطان، سعيد بن سعد.. ضوابط تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية في البنوك التقليدية (تجربة البنك الأهلي التجاري السعودي). اللجنة الاستشارية العليا للعمل على استكمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية. 1999. ص: 51.
- 26- المرطان، سعيد.. الفروع والنواخذة الإسلامية في المصارف التقليدية- تجربة البنك الأهلي التجاري- التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة. معهد البحوث والتدريب. جدة الطبعة الأولى. 2005.
- 27- المرطان، سعيد. تقويم المؤسسات التطبيقية للاقتصاد الإسلامي -النواخذة الإسلامية للمصارف التقليدية. 2005.
- 28- الموسوي، حيدر يونس.. أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية الأردنية والسعوية. (رسالة دكتوراة) جامعة الكوفة. العراق. 2009. ص: 87.
- 29- النباني، خوله فريز.. الصكوك تجارب عالمية، ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، وتنمية ومارسات دولية. الأردن. 18-19 يوليو. 2010. ص: 17.
- 30- الهبيتي، قيسر عبدالكريم.. أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). سوريا: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع. الطبعة الأولى. 2006. ص: 245.
- 31- مرازقة، عيسى وشخاخ، محمد الشريف.. "تحديات الصناعة المصرفية الإسلامية". الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي. الواقع ورهانات المستقبل.

- يومي 23-24 فبراير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. الجزائر، 2011. ص: 18.
- 32- موفق، بشر. تعريف سوق الأوراق المالية. منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي. الموقع الالكتروني: <http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>. تاريخ الإطلاع 13/07/2014. ص: 19.
- 33- ناصر، سليمان.. السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي. مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. دورية ربع سنوية يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. القاهرة. العدد الحادي والعشرون. السنة السابعة. 2003. ص: 07
- 34- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. المعايير الشرعية. معيار رقم 17. البحرين. ص: 288.
- 35- هيئة الأوراق المالية. تقرير السنوي 2004. ص: 45.
- 36- Bursa Malaysia, History <on line>. Available at: www.klse.com.my/website/bm/about_us/the_organisation/history.html. (14/05/2009).
- 37- Securities Commission Annual Report 2003 , p. 2 -44.
- 38- Guidelines on the offering of Islamic Securities, Securities Commission of Malaysia, 26 July 2004, p A-2.