

## الفصل الرابع

### تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية

المبحث الأول: تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الدولية

- المطلب الأول: انتشار الصكوك الإسلامية على مستوى الدولي
- المطلب الثاني: تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق العربية
- المطلب الثالث: الأسواق المالية الإسلامية الدولية

المبحث الثاني: الأسواق المالية الماليزية

- المطلب الأول: نشأة وتطوير السوق المالية في ماليزيا
- المطلب الثاني: المراكز المالية للسوق الماليزي
- المطلب الثالث: الرقابة الشرعية في سوق المال الإسلامي الماليزي

المبحث الثالث: تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الماليزي

- المطلب الأول: هيئة الأوراق المالية الماليزية
- المطلب الثاني: التطبيقات العملية للصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية
- المطلب الثالث: دراسة تقويمية للصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

## تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية

مدخل:

يتناول هذا الفصل تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الدولية، واشتمل على ثلاثة محاور، المبحث الأول يناقش تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الدولية، في حين تطرق المبحث الثاني للأسواق المالية الماليزية، وأخيرًا ناقش المبحث الثالث قضية تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الماليزية.

UNIVERSITI SAINS ISLAM MALAYSIA  
جامعة العلوم الإسلامية الماليزية  
ISLAMIC SCIENCE UNIVERSITY OF MALAYSIA

## المبحث الأول: تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الدولية

إن للأسواق المالية أهمية بالغة وذلك نظرًا للدور الذي تقوم به والنشاط المتميز. فهي تمثل حلقة من حلقات النماء في النظام المصرفي أي دولة وانعكاسًا لنظمه الاقتصادية والمالية.

فالأسواق المالية هي عبارة عن وسيط بين الأفراد والمصارف ومؤسسات الادخار المختلفة التي تتجمع فيها الأموال من جهة وبين المشروعات المختلفة التي هي بحاجة إلى رؤوس أموال لتمويلها من جهة أخرى.

والاقتصاديون عادة ما يربطون بين نمو سوق المال في أي مجتمع ونمو الجهاز الاقتصادي بشكل عام هذا المجتمع والذي ينعكس في ارتفاع مستوى الدخل القومي وبالتالي ارتفاع مستوى دخل الفرد، وأنه كلما كان مستوى دخل الفرد في الدولة مرتفعًا كلما كان ذلك دلالة على حدوث تطور ونمو في سوق المال<sup>٤٥٥</sup>.

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق منظمة تجرى فيها معاملات الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين لهذا النوع من التعامل ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في هذه السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح. وتسمى سوق الأوراق المالية في بعض الدول "البورصة" وهذه الكلمة مشتقة من اسم رجل يدعى "فان دي بورص" كان يعيش في مدينة بريج بلجيكا في القرن السادس عشر<sup>٤٥٦</sup>.

<sup>٤٥٥</sup> فهسي، أحمد الإمام. د.ت. الأسواق الأوراق المالية في البلاد العربية. بيروت: اتحاد المصارف العربية، ص. ٨. وشلي، إسماعيل عبد

الرحيم. م. ١٩٨٢. سوق المال. القاهرة: الهيئة العامة لسوق المال.

<sup>٤٥٦</sup> فهسي، أحمد الإمام. الأسواق الأوراق المالية في البلاد العربية. المرجع السابق، ص. ٨-٩.

## المطلب الأول: انتشار الصكوك الإسلامية على المستوى الدولي

شهدت الأعوام العشرة الماضية تطوراً نوعياً في مجال النشاط المصرفي والمالي الإسلامي، وذلك بالرجوع إلى إصدار الصكوك لاستخدامها بوصفها أداة ادخارية واستثمارية لكل من البنوك الإسلامية والشركات بمختلف أنشطتها وكذلك الحكومات. وكان الاتجاه الحكومي نحو استخدام الصكوك في توفير الاحتياجات التمويلية الرسمية تطوراً بارزاً، نظراً لمعدلات النمو السريعة في حجم التمويلات الحكومية باستخدام الصكوك، وقد تعددت الدول التي اتبعت هذا الاتجاه فشملت كل من: ماليزيا، باكستان، البحرين، دولة الإمارات العربية المتحدة، قطر، تركيا، السودان، إيران، فضلاً عن بعض حكومات الولايات في جمهورية ألمانيا، واليابان وغيرها من الدول.

إن السوق الإسلامية حقيقة واقعة ويزداد حجمها يوماً بعد يوم وتتعدد فيها الصكوك الإسلامية، وتمتد جغرافياً في جميع أنحاء العالم حيث يتم التعامل في هذه الصكوك إصداراً في عديد من الدول ويتم تداولها في عديد من البورصات العالمية، وبصدد الحديث عن انتشار الصكوك الإسلامية حول العالم يمكن أن نشير إلى الأمثلة التالية من بعض البلدان على سبيل المثال لا الحصر وهي كالتالي:

أ- ماليزيا: تُعدُّ من أوائل وأكبر الدول التي نشط فيها السوق الخيرية الإسلامية حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلث الإصدارات الخيرية في سوقها المالي، إذ تبلغ حوالي ٨,٢ بليون دولار وبدأت الإصدارات فيها منذ عام ١٩٩٠م بإصدار صكوك إسلامية من قبل شركة بترويل بمبلغ ٥٠٠ مليون دولار، كما أصدرت شركة باوستهد القابضة في ماليزيا صكوكاً بمبلغ ٣,١ بليون دولار لإنشاء محطة طاقة. ولقد كانت ماليزيا من أوائل الدول التي قامت بتنظيم العمل بالإصدارات الإسلامية من خلال جهة رسمية أطلق عليها سوق المال الإسلامية الماليزية.

ب- البحرين: بدأت حكومة التعامل بالصكوك الإسلامية بدءاً من عام ٢٠٠١م حيث أصدرت منذ ذلك التاريخ وحتى الآن عشرة إصدارات لصكوك إجارة بلغ مجموعها

٧٥٠ مليون دولار، هذا إلى جانب إصدار صكوك سلم بمبلغ ٢٥ مليون دولار، ولا ننسى أن البحرين تمثل مركزاً مالياً إسلامياً عالمياً، إضافة إلى إنشاء عدة مؤسسات مساندة للتمويل الإسلامي بشكل عام سبق ذكرها، وكولها أيضاً مقراً للسوق المالية الإسلامية الدولية السابقة الإشارة إليها.

ج- البنك الإسلامي للتنمية بجدة IDB - وهو بنك دولي تشارك في عضويته الدول الإسلامية أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي - من الجهات السبقة لإصدار صكوك إسلامية بلغت حوالي ٤٠ مليون دولار عام ٢٠٠٣م إلى جانب مشاركته كمدير في إصدار صكوك لتونة قطر بمبلغ ٦٠٠ مليون دولار، وبأني ثاني إصدار له عام ٢٠٠٥م بمبلغ ٥٠٠ مليون دولار<sup>١٥٧</sup>.

د- باكستان، من أوائل الدول التي تدخلت في السوق المالية الإسلامية حيث أصدرت الحكومة صكوك إسلامية بمبلغ ٦٠٠ مليون دولار، ونظراً للإقبال الشديد عليها وصل الاكتتاب فيها إلى مبلغ ٢,١ بليون دولار.

هـ- دولة الإمارات العربية المتحدة، أصدرت إسلامياً من أهمها إصدار لصالح شركة طيران الإمارات بمبلغ ٥٠٠ مليون دولار وفي عام ٢٠٠٦م قام بنك دبي الإسلامي بإصدار صكوك إجماعاً لصالح هيئة الطيران المدني بدبي لتطوير وتوسيع مطارها وبلغ حجم الإصدار ٢,٥٠٠ بليون درهم إماراتي (٧٥٠ مليون دولار أمريكي) إضافة إلى إصدار صكوك بقيمة ٢٥٠ مليون دولار لصالح وزارة الأوقاف لإعمار بعض ممتلكات الوقف<sup>١٥٨</sup>.

<sup>١٥٧</sup> حسين، فؤاد محمد أحمد. ١٤٢٣هـ، ٢٠٠٢م. دور البنوك الإسلامية في سوق عربية إسلامية مشتركة. بحث مقدم لندوة دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في التنمية والاستثمار، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة. وأيضاً حسين، فؤاد محمد أحمد. ٢٠٠٦م. نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتحويل الموجودات. رسالة دكتوراه، غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، ص ٦٧.

<sup>١٥٨</sup> حمود، سامي حسن. ٢٠٠٠م. بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطار العام والخاص. ١٥٥، ح ١، بحث مقدم إلى مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي. وحطاب، كمال توفيق. ٢٠٠٩م. الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة. بحث مقدم إلى مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي.

و- تركيا: أصدرت عام ١٩٨٤م صكوك مشاركة بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور، كما أصدرت سندات إسلامية عام ٢٠٠٣م، بقيمة ٥٠٠ مليون دولار<sup>١٥٩</sup>.

ز- قطر: طالب الإصدار الذي يديره البنك الإسلامي للتنمية لصالح الحكومة القطرية السابقة الأمانة إليه، أصدرت أيضاً صكوكاً إسلامية بقيمة ٧٠٠ مليون دولار.

ح- الأردن: سبّاقة منذ زمن طويل، حيث أصدرت صكوك مقارضة لتمويل إعمار بعض أراضي الوقف بالنقل عليها تحت اسم سندات المقارضة، التي نظم إصدارها بقانون.

ط- ألمانيا: شهدت الإصدارات إلى أوروبا، ففي مارس ٢٠٠٤م، أصدرت ولاية سكسونيا في ألمانيا صكوكاً إسلامية بمبلغ ١٠٠ مليون يورو (١٢٠ مليون دولار) مدتها خمس سنوات، وهي الصكوك إخراجاً قامت جامعة كوبورج Cobrag في ألمانيا بمشاركة عدة جامعات أخرى بالعام ٢٠٠٤م في إنشاء مركز متخصص للتمويل الإسلامي في إطار المدّ الأوروبي الغربي عامته هو التعامل بهذا التمويل. وقد شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إخراجاً لدولة أوروبية وفق الشريعة الإسلامية، ومدة الصك خمس سنوات قيمتها ١٠٠ مليون يورو، لصالح ولاية سكسوني المهلت "الألمانية، وبلغت حصة بيت التمويل الكويتي ١٠ مليون يورو<sup>١٦٠</sup>.

ي - اليابان: أعلن البنك الياباني للتعاون الدولي في ٢٠٠٤م أنه يعرض إصدار سندات مالية تحترم بدقة الشريعة الإسلامية، في أول محاولة من نوعها تقوم بها مؤسسة مالية

<sup>١٥٩</sup> حمود، سامي حسن. ٢٠٠١م. بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص. تحت مقدم إلى مجلة

المجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ١١٥، ج١، ص ٣٧٧.

<sup>١٦٠</sup> فياض، عطية. ١٤١٨هـ، ١٩٩٨م. سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي. القاهرة: دار النشر. ط١، ص ٥٧.

يابانية<sup>١١١</sup>. وقالت المتحدثة بإسم البنك الياباني هيرومي اينوكاي أن هذه الهيئة الحكومية تدرس احتمال إصدار صكوك إسلامية مع ماليزيا<sup>١١٢</sup>.

وأوضح لوكالة فرانس برس أن البنك الياباني للتعاون الدولي يجري محادثات مع البنك المركزي الماليزي والهدف هو جذب الأموال النفط ليس إلى اليابان وحدها بل إلى جميع أنحاء آسيا وذكر في صحيفة "فاينشال تايمز" ٢٠٠٦م أن البنك الياباني للتعاون الدولي شكل لجنة خبراء في الشريعة الإسلامية للإعداد لإصدار هذه السندات المقرر في كانون الثاني المقبل، موضحة أن المصرف يأمل في الحصول على ما بين ٣٠٠ و ٥٠٠ مليون دولار<sup>١١٣</sup>.

وفي حال تحقق ذلك، فإن هذه الصكوك ستكون واحدة من السندات الأولى المطابقة للشريعة التي تطلق خارج العالم الإسلامي.

هذه هي مجرد أمثلة لتوضيح الانتعاش الجغرافي لتجربة الصكوك الإسلامية، في وقت ينتظر فيه نمو أدوات الدين ورأس المال الإسلامي بقوة خلال العقد المقبلين، من ضمنها إصدارات الصكوك الإسلامية، وخصوصاً بعد انتشارها لتشمل أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، واليابان، وسنغافورة ودول الاتحاد الأوروبي وجنوب إفريقيا، بالإضافة إلى أسواق دول الخليج العربي ودول جنوب شرق آسيا، ومع مراعاة أن هذه الصكوك يتم تداولها في جميع بورصات العالم وهو الأمر الذي دفع إلى إصدار مؤشرات لهذه السوق بواسطة كبريات المؤسسات المحققة.

وتتطلب هذه الأدوار المتوسعة المزيد من النفقات العامة وبالتالي البحث عن مصادر تمويل أخرى بخلاف الموارد العامة السيادية، الضريبة، وهذا يأتي دور الصكوك الإسلامية

<sup>١١١</sup> عبر صفحتي. ١٩٤٢٧، ١٩ آب ٢٠٠٦م. حول عزم أحد البنوك إصدار صكوك إسلامية منشورة في صحيفة الغد تاريخ

٢٠٠٦/٠٨/١٩م. الغد السبت ٢٥ رجب ١٤٢٧، ١٩ آب ٢٠٠٦م. و أعد هذا نص في كتاب محمد محمود العلوي ١٤٢٨هـ

٢٠٠٨م. البنوك الإسلامية أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية. ص ٢٢٢.

<sup>١١٢</sup> موقع شبكة الفوركس لتجارة العملات الأجنبية على الرابط التالية: الصفحة تاريخ ١٥-١٠-٢٠٠٩م.

<http://www.tejara-omlat.com/forex.php>

<sup>١١٣</sup> عبر صفحتي. ١٩٤٢٧، ١٩ آب ٢٠٠٦م. حول عزم أحد البنوك إصدار صكوك إسلامية منشورة في صحيفة الغد، المرجع

السابق.

كإحدى أكثر الأدوات المالية فاعلية وكفاءة، بدليل اتجاه بعض السلطات المحلية في أوروبا، وألمانيا على وجه الخصوص، لاستخدامها في توفير الموارد لتمويل بعض أوجه الإنفاق العام، كما توسعت ماليزيا في هذا المجال توسعا متزايداً في السنوات الأخيرة، وشهد هذا التوسع مجالات متنوعة وأغراض مختلفة حكومية يمكن توفير التمويل اللازم لها وبمقايير مجبّرة من خلال استخدام آلية الصكوك الإسلامية -الحكومية-، وكذلك برز هذا الاتجاه في دول الخليج العربي في الأونة الأخيرة<sup>١١٤</sup>.

وقد عقدت في لندن ندوة رأس المال الإسلامي في الأربعاء ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٩م الموافق ١١ شوال ١٤٣٠هـ، واشتملت ندوة أسواق رأس المال الإسلامي على ورقة بشأن التحديات التكنولوجية المختلفة في مستقبل هيكله الصكوك، وأخرى بشأن أثر هيكله وإصدار الصكوك على القيمة المعاملية بالإضافة إلى دراسة حال الابتكارات في مجال هيكله الصكوك، وإصدار الصكوك في العراق، وتطوير سوق رأس المال وتشجيع النشاط الثانوي، وكيفية الوصول إلى سوق الصكوك من منظور المستثمر. والندوة هي الأخيرة في سلسلة ندوات تهدف إلى التعرف على موضوعات محددة، وستقدم الندوة نظرة مفصلة وفهماً متعمقاً لمختلف جوانب صناعة التمويل الإسلامي، وفقاً لما صرّح به المنظمون (ICG)<sup>١١٥</sup>.

حيث إن أدوات الدين الإسلامي وأسواق رأس المال، مجموعة ضخمة مرشحة للنمو على مدى السنوات القليلة المقبلة في وقت يزيد فيه إصدارات الصكوك، إذ إنه على سبيل المثال، تتم الآن في الاتحاد الأوروبي، واليابان، وسنغافورة، والولايات المتحدة، وحتى جنوب إفريقيا إصدارات جديدة، بالإضافة إلى النمو الهائل في الأسواق التقليدية في دول مجلس التعاون الخليجي وجنوب شرق آسيا، كما ماليزيا وسوق المسجحات الإسلامية، مثل التورق، هي أيضاً بداية للانطلاق في دول الخليج العربي وماليزيا.

<sup>١١٤</sup> منصور، عبد الملك. ٢٠٠٩م. العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة. بحث مقدم إلى مؤتمر البنوك الإسلامية بين الواقع والمأمول، ص ١٥.

<sup>١١٥</sup> سمير، عبد الحميد رضوان. ١٤١٧هـ، ١٩٩٦م. أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. المربع السابق، ص ١٣٤. والوسط البحرية. ٢٠٠٩م. العدد ٢٥٨١ - الأربعاء سبتمبر الموافق شوال ١٤٣٠. الوسط عباس سليمان.

وقال بيان المنظمين لهذه الندوة: "إذا حكمنا من خلال سلسلة من الإصدارات الحديثة والمعاملات، التي أصبحت الآن تشمل الشركات الكبرى مثل الشركة السعودية للصناعات الأساسية، والشركة السعودية للكهرباء، ودار الأركان للتطوير العقاري، ومصرف الإمارات الإسلامي، وبنك دبي الإسلامي، ومصرف أبوظبي الإسلامي، وخزانة بيرهاد، وهي الدواع الاستثمارية لوزارة المال الماليزية، فإن الصكوك يتوقع لها أن تقفز ويرتفع عددها وفي وقت أصبحت الصكوك الإسلامية مقبولة دولياً، فإن العقود في أسواق رأس المال الإسلامي أقرب إلى أدوات المراجعة والإحارة، وأن وزارة الخزانة البريطانية، ووزارة المالية اليابانية تستكشف الآن بجدية إمكانية استخدام هذه الصكوك باعتبارها أداة لإدارة الديون باليورو الاسترليني والين الياباني في أسواق الجملة. كما أن البنك الدولي وافق على خمسة المائتين الدولية قد أصدرت بالفعل أوراقاً بالعملية المحلية في ماليزيا".

وأضاف البيان "يمكن أن تكون الصكوك أداة مثالية لتطوير البنية التحتية وتمويل المشروعات في وقت تسعى فيه الشركات والمصارف إلى جمع تمويل لعمليات توسع، لأن إعادة تمويل العمليات المحلية أكثر كلفة، أو تستخدم للأغراض العامة"<sup>١٦٦</sup>.

لكن تقريراً صدر حديثاً يقول أن الصكوك الإسلامية حصلت على اعتراف من قبل الخبراء في العالم كأداة استثمارية تضاهي السندات التقليدية، لكن عديداً من التحديات تواجه هذه الصناعة التي بدأت المؤسسات إصدارها في مطلع الثمانينيات، وتمت بسرعة خلال العشر سنوات الماضية، قبل أن تتراجع قليلاً خلال العقد الجاري تحت وطأة الأزمة المالية العالمية وما صاحبها من ركود اقتصادي.

وأوضح التقرير، أن من ضمن التحديات التي تواجه الصكوك هي ارتباطها بمؤشر أسعار الفائدة السائدة في الأسواق العالمية، المعروف بالليبور (libor) والذي يستخدم على نطاق واسع، وأن عدم توحيدها من قبل الدول المصدرة لها كأداة للتمويل يحد من قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية.

<sup>١٦٦</sup> رضوان، سمير عبد الحميد. ١٩٩٦م. أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. المرجع السابق، ص ٢٦٩.

كما أن من ضمن التحديات قلة الإصدارات الجديدة للصكوك في العالم العربي والإسلامي، وما يتبعها من شح في السيولة؛ لأن الصكوك هي أداة استثمارية يتم شراؤها وتمسك بها إلى حين حلول أجل الاستحقاق، وأن عدم وجود سوق ثانوية نشطة يتم فيها تداول الصكوك يحد كذلك من تطور آلية شفافة لأسعار الإصدارات الثانوية<sup>١٦٧</sup>.

لكن الانتقاد الشديد الذي يوجه إلى الصكوك الإسلامية هي أن العائد عادة يكون متلازماً مع أسعار الفوائد في الأسواق العالمية «وأن الارتباط القوي بين الأسعار المبنية على الفائدة والربح المحرمة شرعاً يقلق العديد من هيئات الشريعة الإسلامية». كما أن أدوات التحوط الإسلامية لا تزال غير متوافرة بالنسبة إلى المستثمرين بسبب أن المشتقات المالية التقليدية تشجع المضاربة المحرمة وفقاً للشريعة الإسلامية، ولذلك فهي أحد التحديات التي تواجه تطور الصكوك الإسلامية.

وقد بلغ مجموع إصدارات الصكوك العالمية نهاية العام الماضي نحو ٨٢ مليار دولار، في المئة منها أصدرت بالعملات الأجنبية الرابحة، على رغم أن الرغبة لإصدار الصكوك الإسلامية انتشرت على بقية الدول الآسيوية. ومن المنتظر أن تقود إصدارات وشبكة للسندات الإسلامية من دول الخليج العربي إلى انتعاش أسواقها بعد تراجعها في الشهر الماضي بسبب الأزمة المالية والكساد الاقتصادي العالمي، فضلاً عن تدهور ثقة المستثمرين وصعوبة الحصول على السيولة<sup>١٦٨</sup>.

وفيما يتعلق بحجم التداول في الصكوك الإسلامية المصدرة فقد قدر محافظ مؤسسة نقد البحرين (البنك المركزي) رشيد المراج، بحسب ما نُشر في جريدة "الشرق الأوسط" اللندنية بتاريخ ١٧/٥/٢٠٠٥م حجم الصكوك الإسلامية المصدرة خلال عام ٢٠٠٦م بما يقارب ١٠ مليارات دولار، وأضاف في عام ٢٠٠٤م أنها زادت استثمارات الصكوك ثلاثة أضعاف فوصلت إلى ٦،٧ مليار دولار، معتبراً أن أسواق الصكوك قد أخذت في الانتعاش والتضوج مع زيادة مؤشرات النجاح.

<sup>١٦٧</sup> الليبور: تحديد سعر الفائدة للسندات وفقاً لمتوسط أسعار ووداع بنوك لندن.

<sup>١٦٨</sup> الوسط البحرينية. ٢٠٠٩م. العدد ٢٥٨١- الأربعاء ٢٤ سبتمبر الموافق شوال ١٤٣٠. الوسط عباس سليمان. المرجع السابق.

وقد توقع الأمين العام للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية عز الدين حوجرة أن تحتذب البنوك الإسلامية ما بين ٤٠% و ٥٠% من المدخرات الإسلامية العالمية خلال الأعوام العشرة المقبلة، مددلاً على ذلك بحجم الودائع الإسلامية في حساب الاستثمارات الخليجية التي تضاعفت أكثر من مرتين ونصف المرة خلال السنوات الخمس الأخيرة. وأوضح أن الاستثمار في الصكوك الإسلامية غير مقصور على المسلمين فقط، بل يمكن لغير المسلمين الاكتتاب فيها، مشيراً إلى رواج الصكوك الإسلامية لا يقتصر على البلدان الإسلامية فقط، حيث لاقت إقبالاً في البلاد الأوروبية<sup>١٦٦</sup>.

وتفتخر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية باستمرارها بتحقيق أرباح صافية في ظل بيئة غير صعبة تعيشها المصارف التقليدية والتي أدت إلى الهيار العشرات من المصارف خلال أقل من عام على بدء الأزمة<sup>١٦٧</sup>.

#### المطلب الثاني: تطورات الصكوك الإسلامية في الأسواق العربية

(أ) التجربة البحرينية  
بكل التأكيد تعتبر البحرين مركزاً مالياً كبيراً ومتطوراً ويكفي أن أكثر من ثلاثمائة مؤسسة مصرفية ومالية تعمل الآن بالبحرين، وتذكر منها بنك البحرين الإسلامي بوصفها أول مصرف إسلامي تأسس عام ١٩٧٥م، ومن بعد بدأ حجم ونشاط البنوك الإسلامية في البحرين والمؤسسات المالية وشركات التأمين الإسلامية في الانتشار، بالإضافة إلى عدة صناديق استثمارية. وبدأت المصارف الإسلامية في التزايد إلى أن وصلت إلى ٢٧ مؤسسة إسلامية من بينها ٤ مصارف وشعائر كبيرة<sup>١٦٨</sup>.  
وقد كانت وسائل وصيغ التمويل الإسلامي المتبعة في البحرين متنوعة جداً حيث نجد المرابحة، والمضاربة، والمشاركة، والإجارة (المتنهيبة بالتعليق) ومرابحة السلم، والسلم

<sup>١٦٦</sup> حريد المدى، الحدث الاقتصادي. موقع شبكة الإنترنت:

[http://64.233.169.104/search?q=cache:PPnHSA\\_Xlm0J:www.almadapaper.com/sub/05-392/p19.htm](http://64.233.169.104/search?q=cache:PPnHSA_Xlm0J:www.almadapaper.com/sub/05-392/p19.htm)

<sup>١٦٧</sup> عباس سلمان. الأربعاء ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٩ الموافق ١١ شوال ١٤٣٠هـ، صحيفة الوسط البحرينية العدد ٢٥٨١.

<sup>١٦٨</sup> عمام، الزين الماضي. ٢٠٠٤م. تفويح عمليات المصارف الإسلامية في الأسواق الأوراق الآتية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة، الملحق السنوي الإسلامي السابع. إدارة المعاطر في المصارف الإسلامية. عمان: معهد التدريب المالي والمصرفي التابع للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.

والسلم الموازي، والاستصناع، والصكوك - وهذه ما نلحنا هنا في هذا الأمر - حيث إن عدة مشروعات قامت بالبحرين بنيت على فكرة الصناديق الاستثمارية وإصدارات صكوكها المختلفة، ويكفي أن عدة صناديق وصلت قيمة الواحد منها ٢٥ مليون دولار، ومما ساعد على رواج هذه الصكوك أنها قابلة للتداول بسوق البحرين للأوراق المالية، كما أن قيام سوق المال الإسلامي العالمي بالبحرين وإنشاء ما يسمى بمركز إدارة السيولة المالية برأسمال بلغ ١٠٠ مليون دولار أمريكي مدفوع بالكامل بواسطة بنك التنمية الإسلامي، وبيت التمويل الكويتي وبنك دبي الإسلامي ومصرف البحرين الإسلامي وذلك لأغراض تسهيل التمويل والحركة الاستثمارية بين البنوك الإسلامية ولتحلق وتطور مصدرًا للتمويل القصير والمتوسط المدى بالصكوك وغيرها من الأدوات التي يمكن إدراجها وتداولها في الأسواق العالمية، بأن هذه المؤسسة قد توقعت بأن تكون الاستثمارات القصيرة المنفقة في حدود ٢٥% إلى ٣٠% من إجمالي الأصول المقدرة بـ (٢٧٠) بليون دولار.

طرحت مملكة البحرين صكوك التاجير الإسلامية بتاريخ ٤ سبتمبر ٢٠٠١م، وقد تم ذلك عبر مؤسسة نقد البحرين، وهي البنك المركزي البحرين. وهي الإصدار الأول<sup>١٧٢</sup> وتبلغ قيمة الصكوك ١٠٠ مليون دولار أمريكي<sup>١٧٣</sup>. وتصدر الصكوك بسعر إصدار يبلغ ١٠٠% من قيمة الصكوك<sup>١٧٤</sup>. وتكون الصكوك بفترة ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي، ويكون تحويلها بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي، كحد الأدنى بمضاعفاته<sup>١٧٥</sup>. ويمثل كل صك من الصكوك حصصًا متساوية في ملكية أصول حكومية وهي المخازن الحكومية<sup>١٧٦</sup>، ويحق الاستثمار في هذه الصكوك لكل من البنوك التجارية والمؤسسات

<sup>١٧٢</sup> التفاصيل. ٢٠٠٦م. صكوك التاجير الإسلامية. الإصدار الأول السندات سوق البحرين للأوراق المالية. تاريخ الصكوك ٢٠٠١م. ٢٠ سبتمبر ٢٠١٠م، بيان إصدار صكوك التاجير الإسلامية، ص ٢.

[http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/index\\_ar.asp](http://www.bahrainstock.com/bahrainstock/index_ar.asp)

<sup>١٧٣</sup> بيان إصدار صكوك التاجير الإسلامية، ص ٣.

<sup>١٧٤</sup> المرجع السابق، ص ٤.

<sup>١٧٥</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٥.

<sup>١٧٦</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٦.

المالية الإسلامية المرخصة بمملكة البحرين. كما يحق لزبائن هذه البنوك والمؤسسات الاكتتاب من خلال البنوك والمؤسسات المشاركة<sup>١٧٧</sup>.

ويتم تقديم الطلبات إلى مؤسسة نقد البحرين، ويمكن تسليمها بواسطة الجهة المقدمة للطلب مباشرة باليد أو بالبريد الإلكتروني أو بالفاكس، أو بالتلخيص، ويجب أن يتم تسليم الطلبات خلال فترة الاكتتاب. ويتم إبعاد أي طلبات ناقصة أو غير موقعة من قبل الجهة المقدمة للطلب<sup>١٧٨</sup>. ويتم تسجيل شهادات الصكوك التي تم تخصيصها باسم الجهة المقدمة للطلب في سجل خاص بذلك الغرض لدى مؤسسة نقد البحرين. ويلتزم حامل الصك بإخطار المؤسسة بأي تغيير في عنوانه<sup>١٧٩</sup>، وعند تخصيص الصكوك تقوم المؤسسة بإصدار شهادات الصكوك وإرسالها للمشاركين مباشرة أو تسليمها باليد في حالة رجوع الجهة المشاركة بذلك<sup>١٨٠</sup>.

(ب) التجربة السعودية:

أعلنت الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) عام ٢٠٠٦م بإصدار صكوكًا إسلامية متوسطة الأجل بقيمة ثلاثة مليارات ريال سعودي (ما يعادل ٨٠٠ مليون دولار أمريكي)، والتي يتولى الإدارة الإصدار بنك HSBC السعودي، وتعتبر هذه الصكوك الأولى التي تصدرها شركة سعودية خاصة لتمويل نشاطها<sup>١٨١</sup>. وخلال العام وقع تحالف بين مجموعة من شركات الاستثمار والشركة الدولية للإجارة والاستثمار على عقد استثمار مشروع جدي وفرج من نوعه، عرف باسم برج زمزم، بقيمة ٣٩٠ مليون دولار أمريكي، وسيتم طرح الصكوك من ٢٥٠ وحدة سكنية فرصة التملك للمسلمين في منطقة الحرم الشريف، ولقد حصل إلى ٢٤ عامًا على نظام صكوك الإجارة الإسلامية، ويهدف هذا العقد الموقع إلى استثمار برج زمزم الواقع ضمن أوقاف

<sup>١٧٧</sup> بيان إصدار صكوك التاجر الإسلامية، المرجع السابق، ص ٨.

<sup>١٧٨</sup> المرجع السابق، ص ٩.

<sup>١٧٩</sup> المرجع السابق نفسه، ص ١٠.

<sup>١٨٠</sup> المرجع السابق، ص ١١.

<sup>١٨١</sup> موقع شبكة الإنترنت تحريمة الرؤية على الرابط الآتي: (التصفح بتاريخ ٢٠-١٢-٢٠٠٩م).

الملك عبد العزيز المخصصة لخدمة الحرمين الشريفين، والمكون من ٣١ طابقاً الذي تبلغ مساحتها الإجمالية ٩١٣٢٦ متراً مربعاً، ويلبي هذا المشروع احتياجات الجمهور في شتى أنحاء دول العالم العربي والإسلامي<sup>١٨١</sup>. وفي ٢٩/٦/٢٠٠٧م أدرجت شركة دار الأركان العقارية السعودية صكوكاً إسلامية بقيمة ٦٠٠ مليون دولار أمريكي في بورصة دبي، وتم تغطيتها في فترة قياسية بعد أن طرحتها في الأسواق العالمية في أوروبا، وجنوب شرق آسيا، والشرق الأوسط<sup>١٨٢</sup>. وفي ٢١/١٠/٢٠٠٧م أعلنت شركة فالكوم للخدمات المالية عن بدء العمل في صكوك فالكوم للصكوك الإسلامية، والذي يعد أول صندوق استثمار "ثابت الدخل" للصكوك في المنطقة، ويأتي هذا الصندوق تحت مظلة لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن هيئة السوق المالية، والحد الأدنى للمساهمة في الصندوق ١٠٠ ألف ريال سعودي (٢٦٠ ألف دولار أمريكي) للأفراد، و٥٠٠ ألف ريال (١٣٣ ألف دولار أمريكي).

وفي ١٧/٣/٢٠٠٨م قامت شبكة تاجير السعودية بطرح صكوك إحارة إسلامية بقيمة ٦٦,٧ مليون دولار أمريكي، ولمدة خمسة سنوات، وتعطي هذه الصكوك ذات سعر متغير، إضافة إلى هامش تخفيض يبلغ ٥٢,٥% تغطي كل ستة شهور.

وأخيراً أعلنت شركة أرامكو أنها تعتزم على النفاق ما يقل عن ٥٠ بليون دولار أمريكي في السنوات القليلة المقبلة، سيتم جزء كبير منها عن الصكوك الإسلامية<sup>١٨٣</sup>.

جـ) التجربة الأردنية:

أصدرت الأردن قانون صكوك المقارنات تحت اسم "قانون صكوك رقم ١٠ لسنة ١٩٨١"، وذلك بإيعاز من وزارة الأوقاف والشؤون والمؤسسات الإسلامية في الأردن والتي ارتأت ضرورة سن تشريع لإصدار مثل هذه الصكوك، وبدأت عملية الإصدار لهذه

<sup>١٨١</sup> السري، صكوك الإجارة، مرجع سابق، ص ١٤٩-١٥٠.

<sup>١٨٢</sup> موقع شبكة الإنترنت الأسواق على الرابط الأتي: (التصفح بتاريخ ٢٠-١٢-٢٠٠٩)

<http://www.aspwag.net/articles/8295>

<sup>١٨٣</sup> موقع شبكة الإنترنت الشارقة على الرابط الأتي: (التصفح بتاريخ ٢٠-١٢-٢٠٠٩)

<http://www.asharqakwest.com/details.asp?section=6&article=4422>

الصكوك في عام ١٩٧٧ حيث تم إعداد الدراسات اللازمة وتشكيل عدد من اللجان من علماء الاقتصاد والشريعة.

#### (د) التجربة السودانية:

يعد السودان أول دولة مسلمة عملت على تحويل قطاعها المصرفي للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بأكمله، وفي مجال إيجاد أدوات مالية ومهوبية إسلامية، تتصف بصفات السندات التقليدية، من حيث السيولة والربحية والضمان في إطار ما هو ممكن، وبما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، فقد استحدثت الحكومة السودانية عام ١٩٩٥ (مع قانونها رقم ١٩٩٥) (قانون صكوك التمويل) تمثيلاً مع قرارات الدولة الرامية لإلغاء الصيغ القائمة على الفائدة من معاملات الدولة عموماً. ويعتبر إصدار هذا القانون الخطوة الأولى التي قامت بها دولة السودان في سبيل إيجاد أدوات استثمارية تمويلية لسندات الدين التقليدية، التي كانت تستخدم لإدارة السيولة، ولسد العجز في سد ميزانية الدولة، وذلك لأسلمة النظام الاقتصادي والمالي في السودان.<sup>١٨٥</sup>

إن المصارف السودانية العاملة كلها تعمل وفق النظام المصرفي الإسلامي، والسياسات التمويلية بمنشوراتها المتنوعة التي يصدرها البنك المركزي في السودان، مع قانون البنك المركزي، وقانون صكوك التمويل، وقوانين الاستثمار كلها منصفة في التعامل وفق القواعد الشرعية المحازة. إنها لم تحصل بقدر كبير التعامل في الاستثمار المباشر، خاصة الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة العامة القائمة وحديثة التكوين والصناديق الاستثمارية<sup>١٨٦</sup>.

فالمصارف الإسلامية في السودان كان لها دور كبير في عمليات صرف الأوراق المالية المحلي حيث شكلت نسبة تعاملات البنوك الإسلامية في السودان حوالي ٥٢% من

<sup>١٨٥</sup> علاء الدين، زعزري. ضرورة الاقتصاد الإسلامي في حياته العملية. مقالة على شبكة الإنترنت. الموقع شبكة الإنترنت:

<http://www.ic-kw.com/vb/showthread.php?t=241&page=2>

<sup>١٨٦</sup> عصام الزين الماسي. ٢٠٠٤م. تفهيم عمليات المصارف الإسلامية في الأسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن النفعية. الملتقى السنوية الإسلامي السابع. إدارة المحاضر في المصارف الإسلامية. عمان: الأردن معهد التدريب المالي والمصرفي للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.

إصدارات السوق الأولى وحوالي ٢٥% من المعاملات في السوق الثانوية باستثناء الصناديق الاستثمارية والتي تشكل نسبة البنوك الإسلامية في المعاملات فيها نسبة عالية تصل إلى ٧٠%<sup>١٨٧</sup>.

وقد تمكّن المصرف المركزي السوداني عام ١٩٩٩م، من إصدار شهادات المصرف المركزي (ش.م) وشهادات المشاركة الحكومية (ش.ه.م)، بوصفها أدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوح على نحو شرعي، وهي أدوات تقوم على أسس شرعية أهمها مبدأ "الغرم بالغنم" وتتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عمومًا، وإدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص، بهدف الحد من التضخم<sup>١٨٨</sup>.

#### ١- شهادات المشاركة الحكومية (ش.ه.م)

شهادات (ش.ه.م) عبارة عن الصكوك المالية تقوم على صيغة المشاركة الشرعية في شركات مختلطة ناجحة، تملكها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة جمهورية السودان وتقوم بإصدارها شركة السودان للخدمات المالية<sup>١٨٩</sup>.

وآليتها تحويل ملكية الحصة في هذه الشركات إلى صندوق للمساهمة الحكومية، ثم يصدر الصندوق شهادات تمثّل حصة الجمهور، وهناك عرض مفتوح لشراء الشهادات وهي متداولة في السوق المالية. تحمل كل شهادة قيمة اسمية تحسب بالدينار السوداني وتمثل نصيبًا في صافي حقوق الملكية المملوكة للدولة والتي تخصصها لهذا الغرض من مجموع الوحدات الاستثمارية المختارة التي تمثل مكافئ الشراكة للشهادات، وهذه الشهادات تستند على مكون من الشركات العامة التي تسهم فيها الدولة.

<sup>١٨٧</sup> عصام الزين الماحي. تفويج عمليات المصارف الإسلامية في الأسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن النفيسة.

المرجع السابق.

<sup>١٨٨</sup> المرجع السابق.

<sup>١٨٩</sup> بنك الاستثمار المالي، السودان. موقع شبكة الإنترنت:

<http://www.finvestbank.com/details.php?rsnType=1&id=11>

والأرباح المستهدفة للمستثمر تأتي من الربح التشغيلي المتوقع لعمل المؤسسات التي تمثل مكون الشراكة بالإضافة إلى الانتفاع بأي زيادات في قيمة الأصول محل الشراكة بنهاية عمر الشهادة.

وتهدف شهادات شهماءة إلى إدارة السيولة في الاقتصاد ولدى الأفراد والشركات عن طريق عمليات السوق المفتوحة، كما تهدف إلى توفير أداة استثمارية للمستثمرين بالأوراق المالية، سعياً نحو تقليل اعتماد الدولة على التمويل بالعجز لتغطية عجز الموازنة العامة<sup>١١٠</sup>.

وشهادات شهماءة مستوفية لجميع متطلبات العقود الشرعية وحصلت على موافقة الهيئة العليا لمراقبة الشرعية. وهي ذات آجال مختلفة تتراوح بين ٦ و ١٢ شهراً وقابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

عندما يبدأ البنك المركزي في طرح شهادات شهماءة كان الهدف أن تكون بديلاً إسلامياً لعمليات السوق التي هي من أدوات البنك المركزي لضبط السيولة المصرفية، وبذلك أصبح بنك السودان أول مصرف يعمل على إدارة السيولة بهذه الصيغة بدلاً عن سعر الخصم الذي يعتبر الإدارة بهذه الصيغة مكنت الدولة من استقطاب موارد حقيقية، وليست موارد تعتمد على الاقتراض من الجهاز المصرفي الذي هو بطبيعته تضخمي<sup>١١١</sup>.

## ٢- شهادات المشاركة المصرفية (شهم)

شهادات المشاركة المصرفية (شهم) هي شهادات مختارة مع المصرف المركزي في ملكية المصارف المؤممة، هدفها إيجاد أداة سيولة وسياسة نقدية<sup>١١٢</sup>.

<sup>١١٠</sup> المرجع السابق. بنك الاستثمار المالي، السودان. موقع شبكة الإنترنت:

<http://www.finvestbank.com/details.php?rsnType=1&id=11>

<sup>١١١</sup> علي عبد الله. مقالة على موقع البهين بتاريخ ١٢/٨/١٤٢٨هـ، موقع شبكة الإنترنت:

<http://alnilin.com/news/modules.php?name=News&file=print&sid=23192>

<sup>١١٢</sup> فتح الرحمن، علي محمد صالح. مدخل للهندسة المالية الإسلامية. مجلة المصري. موقع شبكة الإنترنت:

[http://www.cbos.gov.sd/arabic/period/masrafi/vol\\_26/islamic.htm](http://www.cbos.gov.sd/arabic/period/masrafi/vol_26/islamic.htm)

تقوم آليتها على تحويل جزء من ملكية المصرف المركزي في المصارف التجارية إلى شهادات ملكية تباع للمضاربة، لها عائد حسب نسبتها في رأس المال، وهناك عرض مفتوح لشراء الشهادات، وهي متداولة بين المصارف فقط.

حيث أن البنك المركزي في السودان يملك البنوك المؤممة، هو يحتاج إلى أداة مالية ليؤثر في مقدار كمية النقود في البلد، فخصص البنك المركزي ملكيته في المصارف المؤممة بصندوق خاصة مستقل استقلالاً هالياً وإدارياً عن البنك المركزي، وأصبح هذا الصندوق هو الذي يملك المصارف المؤممة، وهذا الصندوق الخاص أصدر شهادات مشاركة معه، وباعها على صورة سندات، ولحصر المنطق بالبنوك فقط، فالشهادات لها عائد، وهي شهادات مشاركة مجانية، (شهادات ملك في الشركة التي اشترتها المصارف)، والبنك المركزي يستطيع أن يجعلها بوظيفتها أداة التحكم بكمية النقود في السوق<sup>١٢٢</sup>.

هـ) التجربة الكويتية  
أصدرت شركة (الاستثمار للصكوك العالمية) ١ صكوك المشاركة<sup>١٢٣</sup> وذلك تاريخ ٢٠ سبتمبر ٢٠٠٦<sup>١٢٤</sup>، ويتم إصدارها بـ ١٠٠٪ من قيمة الصك<sup>١٢٥</sup> وتبلغ قيمة الصكوك ١٥٠ مليون دولار أمريكي<sup>١٢٦</sup> وتكون الصكوك بلفة مليون دولار أمريكي بوصف ذلك البلد الأدنى بمصاحبة ١٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي<sup>١٢٧</sup>. ويمثل كل صك من الصكوك حصة مشاعة في ملكية موجودات الصكوك<sup>١٢٨</sup>، وتكون المشاركة في هذه الصكوك في ٣٠٧,٥٠٠ مليون دولار أمريكي حيث يكون نقدًا من قبل المصدر ١٥٠ مليون دولار أمريكي وسبعة (المركبات والعقارات المعينة) من قبل دار الاستثمار، والتي تدار قيمته ١٥٧,٥٠٠ مليون دولار

<sup>١٢٢</sup> زكريا، سلامة عيسى شطاوي. الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي. المرجع السابق، ص ٢٢٦.

<sup>١٢٣</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة، ص ١.

<sup>١٢٤</sup> المرجع السابق، ص ٣.

<sup>١٢٥</sup> المرجع السابق، ص ٤.

<sup>١٢٦</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٤.

<sup>١٢٧</sup> المرجع السابق، ص ٥.

<sup>١٢٨</sup> المرجع السابق، ص ٦.

أمريكي<sup>١٠٠</sup>. وتقسم موجودات الصكوك إلى ١٥٠ وحدات ويمتلك المصدر ٧٣،١٧ وحدة بينما يمتلك دار الاستثمار ٧٦،٨٣ وحدة<sup>١٠١</sup>. وتكون المشاركة بين مصدر الصكوك نيابة عن حملة الصكوك ودار الاستثمار في الأرباح والخسائر الناتجة عن عقد المشاركة<sup>١٠٢</sup>.

وتكون فترة التوزيع الدوري كل سنة أشهر من كل عام خلال مدة الإصدار، ولا لتحديد في اليوم العشرين من شهر مارس وسبتمبر من كل سنة<sup>١٠٣</sup> ابتداءً من ٢٠ مارس ٢٠٠٧م<sup>١٠٤</sup>، حتى مايو ٢٠١١م<sup>١٠٥</sup>، ويكون معدل الربحية لصكوك المشاركة ١،٢٥% فوق سعر ليور<sup>١٠٦</sup> لسنة أشهر لفترة تعادل تعادل فترة التوزيع الدوري لثلاث سنوات<sup>١٠٧</sup> فوق سعر ليور لسنة أشهر لفترة تعادل فترة التوزيع الدوري لسنتين أخريين<sup>١٠٨</sup> ويستحق المدير المشارك الحافز لحسن إدارته إذا كان الربح الدوري أكبر من الربح المتوقع في فترة التوزيع الدوري<sup>١٠٩</sup>. ويقدم المدير المشارك القرض إذا كانت مبالغ التوزيع الدوري غير كافية وفق النسبة المتفق عليها في فترة التوزيع الدوري<sup>١١٠</sup>.

ويستخدم المصدر من صلاحيته من إصدار الصكوك في مشروع خاص يتم الاتفاق بين المصدر وحملة الصكوك ويتم تعيين شركة دار الاستثمار مديراً لموجودات الصكوك<sup>١١١</sup>، على نحو غير قابل للأعمال<sup>١١٢</sup>، وتقتضى<sup>١١٣</sup> لار أمريكي نظير الإدارة

<sup>١٠٠</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة، المرجع السابق، ص ٢-٤.

<sup>١٠١</sup> المرجع السابق، ص ٤٧.

<sup>١٠٢</sup> المرجع السابق، ص ٤٨.

<sup>١٠٣</sup> المرجع السابق، ص ٤٩.

<sup>١٠٤</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٤٩.

<sup>١٠٥</sup> المرجع السابق، ص ٥٢.

<sup>١٠٦</sup> مؤشر ليور هي مؤشر يعتمد على سعر الأراض بين البنوك في لندن.

<sup>١٠٧</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة، غلاف.

<sup>١٠٨</sup> المرجع السابق، ص ٥٥.

<sup>١٠٩</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٥٥.

<sup>١١٠</sup> المرجع السابق، ص ٥٦.

<sup>١١١</sup> المرجع السابق، ص ١-٥٧.

<sup>١١٢</sup> المرجع السابق، ص ٥٨.

فضلاً عن الحافز لحسن الإدارة<sup>٥٩</sup>. ويتم تعيين شركة دار الاستثمار للصكوك العالمية<sup>١</sup> وكيلاً<sup>٦٠</sup> وأميناً حملة الصكوك<sup>٦١</sup> وتعيين بنك دوتشيه ميديراً للدفعات<sup>٦٢</sup> وتكون الصكوك في جميع الأوقات على شكل حصص ممثلة في شهادة شاملة مسجلة دون كورونات<sup>٦٣</sup>.

وينتهي عقد المشاركة بعد خمس سنوات ونصف من تاريخ عقدها أو يكون جميع وحدات المشاركة أو موجودات الصكوك في ملكية دار الاستثمار<sup>٦٤</sup>، ويكون الحق لحملة الصكوك في خيار البيع وحق الشراء للمصدر. حيث يسمح حق خيار البيع لكل حملة الصكوك بالتأخر في السنة الثالثة بينما يسمح خيار الشراء للمصدر للصكوك بالمرونة في بعضها في التاريخ نفسه<sup>٦٥</sup>، ويتم ذلك بالقيمة الاسمية، ولذلك تتم تصفية الصكوك في أقرب المواعيد التالية وهي تاريخ الانتهاء أو وقوع حالة ممارسة يقوم المصدر بعدها بشراء جميع الصكوك وفقاً لتعهد الشراء، وتكون جميع الصكوك قد تم شراؤها من قبل دار الاستثمار<sup>٦٦</sup>.

#### ز) التجربة السعودية

طرحت الشركة السعودية للصكوك الإسلامية (سابك) صكوك الاستثمار التسويقي إصدارها الأول في يوليو ٢٠٠٧م، وقد لقي نجاحاً كبيراً. ثم أصدرت الإصدار الثاني بتاريخ ١١ يوليو ٢٠٠٧م، وتبلغ قيمة الصكوك ٨٠٠ مليون ريال سعودي وتمثل ٨٠٠,٠٠٠ صك. ويكون الصك بفئات ١٠٠,٠٠٠ ريال سعودي، على أن يكون الحد الأدنى لاملاكها هو ٥٠,٠٠٠ ريال سعودي. ويجوز لملاكها بقية حصة لا تقل عن

<sup>٥٩</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة، المرحع السابق، ص ٥٩.

<sup>٦٠</sup> المرحع السابق، ص ٦٠ - ٦١.

<sup>٦١</sup> المرحع السابق، ص ٦١ - ٦٦.

<sup>٦٢</sup> المرحع السابق، ص ٦٧.

<sup>٦٣</sup> المرحع السابق، ص ٦٨.

<sup>٦٤</sup> المرحع السابق نفسه، ص ٦٨.

<sup>٦٥</sup> المرحع السابق، ص ٦٩.

<sup>٦٦</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة، ص ٧٠.

٥٠,٠٠٠ ريال سعودي وتمضاعفها ١٠,٠٠٠ ريال سعودي في ما زاد عن ٥٠,٠٠٠ ريال سعودي<sup>٢١</sup>. ويستخدم المصدر صافي متحصلات إصدار الصكوك بعد خصم الرسوم الإدارية وعمولة البيع للأغراض العامة للمصدر. بما في ذلك تلبية احتياجات رأس المال العامل، وتمويل عمليات الاستحواذ، والإنفاقات الرقمية وإجراء استثمارات أخرى<sup>٢٢</sup>. ويمثل كل صك من الصكوك حصة مشاعة في ملكية منفعة موجودات الصكوك<sup>٢٣</sup>، وهو الحق الذي مدته ١٠ عامًا في نسبة معينة من الحقوق والالتزامات المعينة المحددة بموجب عقود تسويق معينة، وهي تقدر بـ ٤٧,٠٦% من الحقوق والالتزامات المحددة لكل اتفاقية من اتفاقيات التحويل لشركة سابك<sup>٢٤</sup>.

وكان عرضها على مستثمرين، ويقوم المستثمرون والراغبون في الشراء بتعبئة طلب اكتتاب يقبلونه بموجب تعريف شركة بنك (اتش اس بي سي) (HSBC) العربية السعودية المحدودة وكيلا لها وتعيين شركة سيك للصكوك أمينًا لموجودات الصكوك بالنيابة عنهم، ويحددون بالطرح عدد الصكوك التي يرغبون بشراءها<sup>٢٥</sup>. وتكون الصكوك في جميع الأوقات على شكل أصول مملوكة في شهادة شاملة مسجلة دون كوبونات مرفقة وهي الشهادة الرئيسية، ويتم إيداعها لدى وكيل حملة الصكوك، ويجوز الاحتفاظ بالصكوك فقط بوصفها قيودًا دائمة غير ورقية وأن يتم إصدار شهادات أوراق مالية لهاية (definitive certificates) إلى حملة الصكوك فيما يتعلق بما يتعلق به من صكوك<sup>٢٦</sup>، ومع ذلك يحق لكل حامل صكوك استلام كشف من السجل بين حصته من الصكوك. وتشمل الشهادة الرئيسية جميع الصكوك القائمة وملكيتها حملة الصكوك لحصة في ملكية منفعة موجودات الصكوك<sup>٢٧</sup>.

<sup>٢١</sup> الصفحة الرئيسية. الأعباء والعلاقات الإعلامية. الأعباء. سابك تطرح بيعها الثاني من الصكوك. تاريخ الصفحة ٢ أبريل ٢٠١٠م.

<http://www.sabik.com/corporate/ar/newsandmediarelations/news/2007.711.aspx>

<sup>٢٢</sup> نشرة إصدار صكوك سابك، ص ٢٨.

<sup>٢٣</sup> المرجع السابق، ص ٢٩.

<sup>٢٤</sup> المرجع السابق، ص ١٤٤.

<sup>٢٥</sup> المرجع السابق نفسه، ص ١٤٤.

<sup>٢٦</sup> المرجع السابق، خلافاً لنشرة الإصدار.

<sup>٢٧</sup> المرجع السابق، ص ١٤٥.

وتقوم شركة سابك عند اكتمال طلبات اكتتاب الصكوك بتحويل موجودات الصكوك إلى أمين موجودات الصكوك وإصدار الصكوك للمستثمرين، ومن ثم يقوم وكيل حملة الصكوك بإصدار الأمر بتحويل قيمة الصكوك إلى شركة سابك. وتبرم شركة سابك وأمين موجودات الصكوك ووكيل حملة الصكوك اتفاقية إدارة موجودات الصكوك حيث يتم فيها تعيين شركة سابك مديراً لموجودات الصكوك، على نحو غير قابل للإلغاء، لتقدم خدمات التسويق، وضبط التكاليف وإدارة الدخل والمراجعة والتدقيق والتفقد بالأنظمة والمستحقات الضريبية وإدارة النقد حسب الأحوال، لصالح حملة الصكوك لفترة تمتد حتى ٢٠ عامًا.

كما تبرم شركة سابك والبنك السعودي البريطاني اتفاقية إدارة دفعات، حيث يتم فيها تعيين البنك السعودي مديراً للدفعات، ومن جملة أمور أخرى يقوم مدير الدفعات بتشغيل حساب العملية وتحصيل وقبض الدفعات من المصدر طبقاً لشروط اتفاقية إدارة موجودات الصكوك لتعهد الشراء، يوضع مدير الدفعات معدل العمولة الأساس ومبالغ التوزيع الدورية التي تتعلق بالصكوك لكل فترة توزيع دوري وسداد الدفعات المسلمة من المصدر، فيما يتعلق بموجودات الصكوك أو من المصدر بموجب شروط تعهد الشراء إلى حملة الصكوك<sup>٥٢٨</sup>.

المطلب الثالث: الأسواق المالية الإسلامية الدولية  
تأسست الأسواق المالية الإسلامية الدولية في البحرين عام ٢٠٠٢م<sup>٥٢٩</sup>، بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين، وبروناي، وإندونيسيا، وماليزيا، والسودان، والبنك الإسلامي للتنمية في جدة والذي يتيح منظمة الدول الإسلامية. وبعد مشاورات مكثفة مع الأطراف العاملة في هذا القطاع.

<sup>٥٢٨</sup> الصفحة، الرئيسية. الأعباء والعلاقات الإعلامية. الأعباء. المرحع السابق، ص ١٤٤ - ١٤٥.

[www.iifm.net](http://www.iifm.net)

<sup>٥٢٩</sup> موقع السوق المالية الإسلامية الدولية

وهي ليست سوقاً بالمعنى المكاني ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية بشكل العام فهي تشبه إلى حد ما هيئة سوق المال مثلاً. ولذلك فإن

المصادفة يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة مما يسهل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية.

- إعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق المالية الإسلامية.
- إصدار صكوك موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداولها يتبعها كل المشاركين في السوق المالية الإسلامية.

وظهرت السوق المالية الإسلامية الدولية بوصفها مؤسسة أخذت على عاتقها المساهمة في تطوير أسواق رأس المال والتمويل الإسلامية. وبالتالي خلق السوق الثانوي للأدوات المالية الإسلامية كما هو الحال مع الأسواق المالية الدولية على تطوير وتنميط هياكل الأدوات والعقود المالية وتطوير الهيئة التشريعية ونظام الإدارة الإسلامي وإصدار الضوابط الإرشادية وتعزيز التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية في العالم. كما تنصب جهود السوق المالية الإسلامية الدولية على تأطير أسواق رأس المال الأولية والثانوية والأسواق المالية الصغيرة والعمل على خلق سوق للأدوات المالية الإسلامية<sup>21</sup>. ومن أبرز إنجازاتها اتخاذ مبادرات لتطوير الأطر العامة للعقود الخاصة بتطوير السوق النقدي وسوق رأس المال.

وتتكون إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية من جهتين أساسيتين هما:

<sup>20</sup> محمد، عبد الحلیم، أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية، مقالة على موقع لله المصارف الإسلامية.

<http://www.badlah.com/page-91.html>

<http://isegs.com/forum/archive/indx.php?t=491.html>

<sup>21</sup> الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي:

[www.kantakji.org](http://www.kantakji.org)

<sup>22</sup> سامر، مظهر قطنسي، 2006م، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية.

"اللجنة الشرعية" التي تضم في عضويتها مفكرين إسلاميين متخصصين بقضايا الاقتصاد وتختص بتقرير مدى انسجام الأدوات الاستثمارية مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ولجنة أخرى للتطوير والدراسات ورئيس تنفيذي<sup>٥٢٣</sup>.

أ) أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية ومهامها<sup>٥٢٤</sup>:

- تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجاريين الداخلية والدولية.
- ابتكار منتجات وتدفق المعلومات بقوة بمعايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة.
- تأمين القبول والتكامل الشرايف مع اتجاهات الأسواق.
- تأسيس وتطوير وتنظيم سوق مالية دولية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- إنشاء بيئة العمل التي تحتضن كل من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلة في السوق العالمية.
- تحسين إطار العمل المتعاولة بين المؤسسات المالية الإسلامية عالمياً.
- تنسيق وتحسين السوق بتحديد الخطوط العامة لصدري القرار، وتسويق المنتجات والأدوات المالية الإسلامية.
- السعي لإنشاء البيئة التي ستضج كل من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلية في السوق العالمية.
- العمل على تحسين إطار العمل المتعاولة بين البلدان الإسلامية ومؤسساتها المالية<sup>٥٢٥</sup>.

<sup>٥٢٣</sup> ذكرها سلامة عيسى شطاوي. ١٤٢٩هـ، ٢٠٠٩م. الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي.

الأردن: دار الفعاس. الطبعة الأولى، ص ٢١٠.

<sup>٥٢٤</sup> موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، على موقع شبكة الإنترنت:

[www.iifm.net](http://www.iifm.net)

<sup>٥٢٥</sup> محمد، عبد الحليم. أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية، المرحع السابق. <http://www.badlah.com/page-91.html>

## ب) أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية:

الأعضاء المؤسسون للسوق هم: البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك اندونيسيا، ليوان أفشور فانينسال سيرفس بوصفه ممثلاً للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان، بورصة المالية بسلطنة بروناي، وانضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ومن لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية بعد أن وافق مجلس إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية في ختام اجتماعه الأخير في ليوان بماليزيا على قبول عدد من الأعضاء الجدد، وذلك بعد الشروع في حملة العضوية للسوق المالية الإسلامية الدولية والتي بدأت قبل شهرين. وفي عدد الأعضاء حتى الآن ٢٥ مؤسسة مثل بنك أبو ظبي الإسلامي، وبيت التمويل الكويتي، والبنك الإسلامي الأردني، وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ودولابن يوما المحدودة ببريطانيا، ومكتب المحاسبة العالمي أرنست ويونج، والباب مفتوح لقبول أعضاء جدد<sup>٣٦</sup> وهؤلاء الأعضاء منهم أعضاء مؤسسون، ومنهم أعضاء كاملو العضوية، ومنهم أعضاء فقط مراقبين<sup>٣٧</sup>. وقد عبرت عدة مؤسسات مالية أخرى عن رغبتها بالانضمام لسوق المالية الإسلامية الدولية بصفة عضو أو بصفة مراقب<sup>٣٨</sup>.

وتنصب الجهود إلى جذب كل المؤسسات ذات العلاقة خصوصاً المؤسسات المالية الإسلامية المهتمة بمسائل تطور سوق الأوراق المالية إلى هذه السوق. لأن الخبرة والمعرفة التي يتمتع أعضاء المنظمة الدولية هيئات الأسواق المالية مثل هيئة يمكن للسوق المالية الإسلامية الدولية الاستفادة منه لتحقيق أهدافها في تطوير سوق المال الإسلامي خاصة وأن أعضاء المنظمة الدولية هيئات الأسواق المالية يعملون على تطبيق معايير قانونية عالية من أجل سوق متوازنة وفاعلة<sup>٣٩</sup>.

<sup>٣٦</sup> محمد، عبد الحلیم. أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية، المرجع السابق. <http://www.badlah.com/page-91.html>

<sup>٣٧</sup> الموقع السوق المالية الإسلامية الدولية. [www.iiim.net](http://www.iiim.net)

<sup>٣٨</sup> سامر فلفلسي. مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، المرجع السابق.

<sup>٣٩</sup> تصريح عبد الرئيس عبد الحميد المدير التنفيذي للسوق المالية الإسلامية الدولية عن موقع المجلس العام للمؤسسات المالية الإسلامية.

### ج) التزام السوق المالية الإسلامية الدولية بالقيم الإسلامية

إن الوجه الإسلامي لهذه السوق والذي يميزها عن السوق العادية أو التقليدية التزامها في كل عناصرها بأحكام وقيم وتوجيهات الإسلام كما يتضح من التحليل الآتي:

#### أولاً- من حيث المضاعة المتداولة (الأوراق المالية)

تتنوع الأوراق المتداولة في هذه السوق وتشمل الآتي:

- ١- الأسهم: حسب الضوابط لكل أسهم الشركات أي كان نوع النشاط يمكن قبوله في السوق المالية الإسلامية ما عدا الأسهم المحرمة، أي: التي تعتمد على شركات تتعامل بالمحرمات أو بالمسئبة المحرمة شرعاً.
- ٢- صكوك الإيجارة: وهي تطرح بجمع مبلغ كبير لشراء عين وتأجيرها تأجيراً تشغيلياً أو منتهياً بالتملك حصة ما، وهو أعم من الإجارة على أفساط الإجارة على حملة الصكوك، مع ردّ جزء من قيمة العين إن كان تأجيراً منتهياً بالتملك، ويتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية إن حمل الصك بملك الجزء الذي يمثله الصك في العين المؤجرة. وميزة هذه الصكوك أنها تملك لحاملها حالداً ثابتاً هو نصيبه في أفساط الإجارة، وبالتالي ففيها غناء عن المسدات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود عائد ثابت محدد مقدماً. ويتم إدراج صكوك التأجير الإسلامية الحكومية (الإصدار الثالث) والتي أصدرتها مؤسسة نقد البحرين في شهر أغسطس عام ٢٠٠٢م في سوق البحرين للأوراق المالية. وقد قامت مؤسسة نقد البحرين بالقيام عن حكومة مملكة البحرين بإصدار هذه الصكوك بمبلغ إجمالي قدره ٨٠ مليون دولار أمريكي، وذلك بهدف إيجاد بدائل وآفاق استثمارية جديدة تلائم متطلبات العمل المصرفي الإسلامي، وللمساعدة المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها واستغلالها على الوجه الأمثل<sup>٤١</sup>.

<sup>٤١</sup> مصرف البحرين المركزي، موقع شبكة الإنترنت:

<http://209.85.165.104/search?q=cache:dHWfpIltQWJ:www.bma.gov.bh/cmsrule/index.jsp>

٣- صكوك المشاركة: (سواء كانت ثابتة أو متناقصة) وتطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصته في رأس مال الشركة (مثل الأسهم) ولكن تختلف عنها في كونها مؤقنة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شاسع من صافي أصول الشركة وحقق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع. وقد طرحت صكوك المشاركة الإسلامية لمشروع (لاحون سيني)، الذي يعتبر من المشاريع العقارية السكنية والتجارية المتميزة. وتفتح باب الاكتتاب للمستثمرين في هذه الصكوك التي تم طرحها بتاريخ ٤ ديسمبر (قانون الأول) خلال فترة الأسبوعين القادمين<sup>١١</sup>.

٤- صكوك المضاربة: وهي مثل صكوك المشاركة والاختلاف فيها أن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح، والمضارب (مدير العملية) يحصل على جزء أمام الخسارة العادية التي لم يتحملها مدير المضاربة فيتحملها حملة الصكوك.

٥- صكوك المراجعة: يتراوح حجم مبلغ تمويل عملية شراء سلعة وبيعها لعميل بتكلفة الشراء زائد ربحاً يتفق عليه عند البيع، ويكون لحملة الصكوك الحق في المبالغ المحصلة من العميل كاسترداد أو إعطاء للصكوك إضافة إلى الربح المحدد في العقد، وهذه لا يمكن تداولها لأنها دين الصك الذي عليه بالتزام الاسمية. وفيما يتعلق بصكوك المراجعة قال بنك أركايتا<sup>١٢</sup> "إنه يخطط لبيع ما يزيد قيمته على ٥٠٠ مليون دولار من السندات الإسلامية "الصكوك" في أكتوبر المقبل ٢٠٠٦م. وستستخدم الأموال التي سيتم جمعها من الصكوك الاسمية في إعادة تمويل المشاريع القائمة وأعمال تمويلية عامة"<sup>١٣</sup>.

<sup>١١</sup> جريدة العرب والشرق الأوسط، لندن: تاريخ النشر، ٥/١٢/٢٠٠٦م. موقع شبكة الانترنت:

<http://isega.com/forum/archive/index.php?t-173.html>

<sup>١٢</sup> بنك أركايتا هو أحد البنوك الإسلامية المتخصصة في الاستثمار في الأسهم ومقره البحرين.

بنك أركايتا: من أكبر البنوك الاستثمارية في الشرق الأوسط، ويحتل من البحرين مقراً له، كما له فروع في لندن وأتلانتا وسنغافورة، للبنك حالياً العديد من المشاريع في البحرين وبريطانيا، والعديد من الدول الأخرى.

<sup>١٣</sup> منتدى شبكة الأسهم القطرية. موقع شبكة الانترنت:

<http://www.qatarshares.com/vb/archive/index.php?t-95522.html>

٦- صكوك السلم: تطرح لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلاً إلى حين استلام السلع وبيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، وهذه لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلعة قبل قبضه من ناحية ولأنها تمثل ديناً وتداول الديون له ضوابط لا يتيسر معه تداول الصكوك. وقد أعلن مصرف البحرين المركزي بأنه تم تغطية الإصدار رقم ٦٩ من الصكوك السلم الحكومية الشهرية التي يصدرها "المركزي" نيابة عن الحكومة. وتبلغ قيمة هذا الإصدار ١٠ مليون دولار<sup>١١</sup>.

٧- صكوك الاستثمار: وتطرح لجمع مبلغ الإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما جمعوه شيئاً لهنه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة ومثل الربح، وهذه لا يجوز تداولها مثل السلم.

ومن الجدير بالذكر أنه يمكن اشتقاق صكوك أخرى من هذه الصكوك بتعديل في بعض شروط الإصدار. وهكذا ينتج أن السوق المالية الإسلامية تتميز عن السوق المالية العادية وفرة البضاعة وتنوعها، حيث تتوفر على الأسهم والسندات فقط وإنما على أنواع عدة إضافة إلى أن البضاعة لها تعبير عن أموال مستحقة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مفترضة مثل المشتقات والمؤشرات.

ثانياً- من حيث المتعاملين:

إن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائز شرعاً وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة، وشركات الاكتتاب والتغطية والمخاض وغيرها. ومن جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية والإسلامية، ولكن تتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقليدية بل غير المسلمين، وعلى سبيل المثال فإن البنك الإسلامي للتنمية أصدر صكوك إجارة عام ٢٠٠٣م، بمبلغ ٤٠٠

<sup>١١</sup> حريادة الوقت، العدد ٣٤٣، بتاريخ ٢٩ يناير ٢٠٠٧م. موقع شبكة الإنترنت:

<http://64.233.169.104/search?q=cache:eFmE7R-C.f4J:www.alwaqt.com/art.php>

مليون دولار وطرحها للاكتتاب العالم ومع أن العلمية تمثل إصدارًا إسلاميًا إلا أنها جذبت مشترين من مؤسسات تقليدية اكتسبت في حوالي ٨٠% من الإصدار ومنها بنوك مركزية من دول عديدة في حوالي ٤٠% من الـ ٧٠%<sup>٥٦</sup>.

ثالثًا- من حيث صور وأساليب التعامل<sup>٥٧</sup>:

إن التعامل في السوق الإسلامية يتم وفقًا للأحكام الشرعية، وبالتالي تم الالتزام في الإصدار الأوراق المالية والصكوك بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المراجعة والمشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع، كما يتم الالتزام في تداولها بالأحكام بالقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعًا، وبالتالي فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات كما يظهر في العمل في الأسواق التقليدية، ولا بالمستقبليات بالصورة التي تتم بل بطريقة بيع آجل، ولا بالشراء بالعمش أو البيع على المكشوف، وبالجملة فكل ما ذكرناه من أساليب صور التعامل، ومع الأخذ في الاعتبار الالتزام بالقيم الإسلامية الخاصة بالصدق، والأمانة، وعدم الغش والتفليس<sup>٥٨</sup>.

د) الخدمات والمبادرات في السوق المالية الإسلامية الدولية  
وفقًا للمادة الثانية من قرار تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية، إن الهدف المبدئي للهيئة سيكون: تأسيس وتطوير وتنظيم سوق مالية دولية مبنية على المبادئ والقواعد الشرعية الإسلامية. الخدمات والمبادرات المقدمة في الوقت الذي أنشئت فيه السوق كالخدمات الجديدة المقدمة من قبل السوق من حيث حاجة السوق وعليها أن تحقق قيمة مضافة للشركاء في السوق بالإضافة إلى الهدف النهائي للتأسيس وهو تقوية (دعم) رأس المال الإسلامي والسوق النقدي<sup>٥٩</sup>.

<sup>٥٦</sup> جريدة الوقت، العدد ٣٤٣، موقع شبكة الإنترنت.

<sup>٥٧</sup> ذكرها سلامة عيسى شطاري. الأثر الاقتصادي لأسواق الأوراق المالية. المرجع السابق، ص ٢١٧.

<sup>٥٨</sup> المرجع السابق، ص ٢١٨.

<sup>٥٩</sup> موقع شبكة السوق المالية الإسلامية الدولية.

إن الموافقة الشرعية تعزز الخدمة الأولية للسوق المالية الإسلامية الدولية، وتتيح الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف التقليدية ذات الفروق أو النوافذ الإسلامية ومدراء الصناديق الإسلامية... الخ لتحسين الخدمات والأدوات المالية الإسلامية، المعاصرة والجديدة، سواء كانت قيد أو سيتم تسويقها. إن تعدد التفسير للقضايا الشرعية الجدلية بين الدارسين قد يسد الثغرة<sup>550</sup>.

أطلق مركز إدارة السيولة المالية في البحرين في تشرين أول/ أكتوبر ٢٠٠٥ م موقعا على شبكة الإنترنت<sup>551</sup> الذي يعني بتسجيل ورصد حركة العرض والطلب على الصكوك، وذلك للمساهمة في خلق وتأسيس سوق ثانوية نشطة خاصة بالصكوك (السندات الإسلامية) والدفع عاجلة لتطوير قطاع الصيرفة الإسلامية لتطوير وتوسعة السوقين الأولي والثانوي بقيمة تنمية السوق المالية الإسلامية<sup>552</sup>.

إن خدمة تسجيل العرض والطلب للصكوك سوف تتم ضمن الموقع الإلكتروني الرسمي للمركز وهي خدمة مجانية وستعرض جميع صفائح التسجيل عبر بوابة خاصة في الموقع ومتوفرة لجميع متصفحي الموقع. وتعرض مؤشرات أسعار بمجموعة منتقاة من الصكوك يساعد مركز إدارة السيولة المالية البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صكوكها كما فعل مع (بنك الاستثمار الإسلامي الأول) بطرح أول إصدار له من الصكوك الإسلامية (سندات) بقيمة ٧٥ مليون يورو والذي عرف باسم يورو فرسان<sup>553</sup> مشيراً إلى أن الاكتتاب في الصكوك فاق التوقعات بقيمة ٢٥ مليون يورو، خاصة فيها يتعلق بكونها صكوكاً إسلامية توافقت أحكام التشريع<sup>554</sup>.

<sup>550</sup> سامر فلفلي. مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، المرجع السابق.

<sup>551</sup> سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢١٩.

<sup>552</sup> سامر فلفلي. مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، المرجع السابق.

## المبحث الثاني: الأسواق المالية الماليزية

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم<sup>\*\*\*</sup>، بل يشمل أيضاً السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، وبعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل. وتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فتشمل سندات الحكومة الماليزية والشركات الخاصة، وأسهم الشركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبلات لمسح وعقدات مالية وعقود الخيارات وغيرها<sup>\*\*\*</sup>.

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سوق تتوافر فيه فرص استثمار وتمويل متوسطة وطويلة الأجل، حيث الأدوات المالية والخدمات المتوافرة فيه تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتقوم على أساس حساب التعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاته. يسعى هذه السوق لتقديم البديل الذي يسعى لسوق رأس المال التقليدي بعد التوعية الدينية لجمهور المستثمرين المسلمين عن الحاجة إلى وجود التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. فأصبحت هذا السوق موازياً لسوق رأس المال التقليدي، ومكملاً للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية<sup>\*\*\*</sup>.

وبعد سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطوراً حديثاً فتعالم مقارنة مع سوق رأس المال التقليدي، وإن كان يخضع للهيئة الرقابية ذاتها التي يخضع إليها السوق التقليدي. فهو أحد عناصر سوق رأس المال المصرفي التي تقدم فيه تمويل التمويل والاستثمار المتوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين المسلمين وغيرهم، حيث تفتقر أحكام الشريعة تطبيقاً تاماً. ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بأحكام الشريعة يجب أن يكون هناك جهة رقابية شرعية للقيام بدورها في تطوير هذا السوق.

<sup>\*\*\*</sup> السوق المنظم في ماليزيا يشمل كلاً من البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات.

<sup>\*\*\*</sup> <http://staf.uum.edu.my>

<sup>\*\*\*</sup> سلامة عيسى شطناوي. الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية. المرجع السابق، ص ٢٢٠.

وذلك بالعمل على ابتكار صياغة الأدوات المالية الشرعية وتطهير بعض الأدوات المالية القائمة من الشوائب المخالفة للأحكام الشرعية، لرفع مستوى الثقة بين مشاركي السوق لاسيما المسلمين<sup>٢٢٦</sup>.

تمارس الصناعة الشرعية دورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على التعاملات فيما يتعلق بالأدوات المالية والصيغ الاستثمارية المنضبطة شرعاً، باعتبار أن أهم الوظائف لتلك الجهة الرقابية هو القيام بالاستشارة والمراجعة للقضايا المتعلقة بهذا السوق<sup>٢٢٧</sup>.

#### المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية في ماليزيا

بدأت صحة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية. وفي عام ١٩٣٠م، أسست جمعية سماسر بورصة سنغافورة "Singapore Stockbrokers' Association" بوصفها أول جمعية منظمة محلية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية<sup>٢٢٨</sup>، لكن ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبحر الحقيقي كان أوائل الستينيات، وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجياً، وبعد هذا السوق قطاعاً جديداً مقارن بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية والذي بدأ نشاطه في أوائل الستينيات والسبعينيات، إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينيات لسبب احتياجات القطاع العام من خلال ومن ذلك الحين، أصبح القطاع "MGS" إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية (العام قطاعاً أساسياً لتطوير الاقتصاد القومي) وتعتبر شركة Arab Malaysian Finance Bond AMF أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات

<sup>٢٢٦</sup> سلامة عيسى شطاوي، المرجع السابق، ص ٢٢١.

<sup>٢٢٧</sup> نيل خليل طه سمور، ١٤٢٨هـ، ٢٠٠٧م، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "الجامعة الإسلامية-مغرة: عمادة الدراسات العليا كلية التجارة قسم إدارة الأعمال. تمت قدمت استكمالاً

لمنطلقات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، ص ٨٣.

<sup>٢٢٨</sup> مركز تطوير صناعة الأوراق المالية، ٢٠٠٠م، ص ٢٣.

<sup>٢٢٩</sup> البنك المركزي الماليزي، ١٩٨٩م، ص ٢٢٧.

الخاصة في ماليزيا في عام ١٩٨٠م، وتزايد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصداراتها من القطاع العام<sup>٦٠</sup>.

وتطور سوق رأس المال في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام ١٩٩٣م، بتأسيس هيئة Kuala Lumpur Stock Exchange الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست في عام ١٩٩٤م<sup>٦١</sup>، وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم "Call Warrants" KLSE بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل "Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة المسروقات من مؤوس الأموال الكبرى التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص. ولتدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي "Malaysian Capital Market Masterplan" وتحت إشراف وزير المالية الماليزي تاريخ ٢٢ فبراير ٢٠٠١م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية<sup>٦٢</sup>:

تتكون سوق رأس المال الماليزي من ثلاثة أقسام<sup>٦٣</sup>:  
أولاً: سوق الملكية:

في الإطار العام لماليزيا، كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية على الأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار، وخدمات لسمسرة سواء أكانت تقليدية أو إسلامية، وكل الشؤون المتعلقة بتداول

<sup>60</sup> <http://ashbondsonline.adb.org>

<sup>61</sup> أهدت تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة (Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd) وبعد مرور ٢٠ أبريل/نيسان ٢٠٠٤م عرفت باسم "البورصة ماليزية" "Bursa Malaysia" تتداول فيها الأوراق المالية، لا سيما الأسهم وما يتعلق بها. بنك ماليزيا المركزي، ١٩٩٥م، ص ١٩٥.

<sup>62</sup> الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي Malaysian Capital Market Masterplan الأهداف الرئيسة الأربعة: (١) اعتبار سوق رأس المال مصدراً للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية. (٢) تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة والبيئة الاستثمارية الآمنة للمستثمرين. (٣) توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق. (٤) لتطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة. (٥) توفير أنظمة الرقابة الفعالة والمنظمة. (٦) اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. (هيئة الأوراق المالية الماليزية، ٢٠٠١م، ص ١٦).

<sup>63</sup> <http://www.klse.com.my>

الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية "Bursa Malaysia" التي أسست في عام ١٩٧٣م، باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة Kuala Lumpur Stock Exchange Bhd "KLSEB" والتي تخضع في عملها لقانون الشركات لعام ١٩٦٥م، وتعديلاته لعام ١٩٨٦م، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام ١٩٧٣م وتعديلاته لعام ١٩٨٣م و١٩٨٧م، وبمجموعة القوانين في الحياة والاندماج لعام ١٩٨٧م. وفيما يلي بعض الأدوات المالية المتداولة فيها:

#### - الأسهم العادية (Ordinary shares):

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية محددة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية للمالكين وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فنخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة تعكس في أسواقها وتقلبات متباينة<sup>١١</sup>.

#### - الأسهم الممتازة (Preference shares):

وهي الأسهم التي تملك لها أحكام عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويلها وعلاوة إضافية أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية، وتعتبر الأسهم الممتازة خليطاً من الأسهم العادية والسندات.

#### - وحدات الاستثمار العقاري (Property trust units):

وهي وحدات الاستثمار في العقارات.

#### - شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة "Call warrants":

وهي شهادة تصدرها الشركة المساهمة لبعض الأشخاص، تعطي حاملها الحق وليس الالتزام في شراء الأسهم العادية الجديدة بسعر محدد خلال فترة محددة. ويخضع منها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.

#### - شهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة "Warrants/Transferable Subscription Rights

-TSR"

<sup>١١</sup> إن كانت هذه الأسهم ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية، فهي تعتبر ضمن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة Syariah Compliant Securities المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية.

وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية ضمن معين في فترة محددة مسبقاً. ولها ملة استحقاق محددة (عشر سنوات) فإذا لم ينفذ حامل الحق "المستثمرون" خلال فترة الاستحقاق، يفقد حقه في الاكتتاب للأسهم الجديدة. وفي التجربة الماليزية في الوقت الحاضر، للحق هذه الشهادات بإصدار السهم "Bond with warrant" من قبل الشركة ذاتها.

وتعتبر البورصة الماليزية للأوراق المالية سوقاً منظمة<sup>٢٦</sup> لتداول تلك الأوراق المالية، وتحتوي على:  
- القائمة الرئيسية لتلك كل منها رأس مال لا يقل عن ٦٠ مليون رينجيت ماليزي.  
- القائمة الثانوية "Secondary Board". وهي عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن ١٠ مليون رينجيت ماليزي.  
- البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والعمليات للأوراق المالية المحدودة "The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automatic Quotation Bhd - MESDAQ" وهي عبارة عن إدراج أسهم الشركات المتعلقة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجية المتقدمة، والتي لم تدرج في اللوحتين الرئيسة والثانوية.

## ثانياً: سوق السندات

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة التي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاضعة للماليزيا<sup>٢٧</sup>. والسندات

<sup>٢٦</sup> ويقصد بها البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ٢٠٠٢م. الجمل. المكتملة الشروط وعادة ما يطلق على الأوراق الثانوية، وتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها بين حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع والشراء. ص ٢٩.

<sup>٢٧</sup> يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة السوق المنظم (Over The Counter - OTC) على المعاملات التي تُجرى خارج السوق المنظم (أي البورصات) وعن طريق وسيل، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، ويعوم بالتعامل بيوت السمسارة من خلال شبكة كبرى من الاتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تليفونية، أو أطراف للحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السمسارة، والتجار، والمستثمرين، ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق أيضاً من خلال البنوك الاستثمارية

المتداولة في هذا السوق تمثل قروضًا طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل.

وتعتبر السندات شهادات مديونية قابلة للتداول في سوق السندات، حيث تكفل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة لحاملها فائدة ثابتة، وتدفع له رأس ماله في نهاية تاريخ الاستحقاق، والسندات مختلفة عن الأسهم حيث تمثل دينًا على الحكومة الماليزية أو الشركات، ويعتبر مالكيها دائمًا للحكومة الماليزية أو الشركات في ماليزيا، بينما الأسهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركات، ويعتبر مالكيها شركاء.

ويتم إدارة السوق وفقًا لنظام التحويل الإلكتروني في الوقت الحقيقي للأموال والأوراق "Time Electronic Transfer of Funds and Securities System Real" المالية النظام الذي تمجّل في كافة الأمور المتعلقة بتعاملات السندات سواءً كانت "RENTAS" السندات تقليدية أو الإسلامية لاسيما تسوية السندات والتداول بها.

ويعتبر البنك المركزي الماليزي مسؤولاً عن السوق الثانوية "Secondary Market" لتداول السندات في ماليزيا، أما سوق الأوراق المالية الماليزية فهي جهة مسؤولة مسؤولية كاملة عن السوق الأولية "Primary Market" وهي جهة رقابية رئيسة لسوق السندات من حيث إصدار، "Primary Market" السوق الأولية العلوية، والتشريعات، والتعليمات لهذا السوق، وقد أدى التعاون بين الحكومتين إلى تطور سوق السندات في ماليزيا بكفاءة عالية وفاعلية<sup>٥٦٧</sup>.

ومن أهم السندات المتداولة في سوق السندات في ماليزيا:

والمصارف التجارية. ويقوم بإدارة هذه الأسواق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في تداول أسعار الأسواق الرسمية. قرناً، ١٩٩٩ م. ص ٥٠.

<sup>٥٦٧</sup> <http://www.sc.com.my>

## - السندات الحكومية "Government Bonds"

وهي وثائق الدين العام طويلة الأجل، وتصدر عن البنك المركزي ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز في الموازنة العامة للدولة<sup>٦٦</sup>. وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال. وتستخدم هذه السندات كأحد عناصر الاحتياطي النقدي<sup>٦٧</sup>. وقد أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينيات، وكانت 'MGS Malaysian Government Securities' تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزية.

وهي تعتبر أوراقاً مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرصاً تحصل عليه الحكومة من الأفراد أو الهيئات بهدف الإنفاق العام، وفيها تتضاءل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. وتعد إصدار هذه السندات لتمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل، و تصدر من خلال ويتم طرائقها من السوق الثانوية أو من، 'Auction System'<sup>٦٧</sup> نظام المزاد العلني والاكتتاب البلدي المركزي<sup>٦٨</sup>. كما توجد أيضاً السندات الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة.

## - سندات الشركات 'Corporate Bonds'

سندات الشركات عبارة عن السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعينة، وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر مخاطرة من السندات الصادرة عن الخزنة العامة أو الهيئات الإقليمية أو المحلية، وقد أدى ظهور هذه السندات في السنوات الأخيرة إلى تعزيز وتطوير سوق رأس المال في ماليزيا مقارنة بسوق السندات الحكومية والقطاع المصرفي.

<sup>٦٦</sup> مركز تطوير صناعة الأوراق المالية. ٢٠٠١م، ص ١٢.

<sup>٦٧</sup> كاكومولا، وهو شيار معروف. ٢٠٠٣م. الاستثمارات والأسواق المالية. عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى، ص ١١٤.

<sup>٦٨</sup> البروارى، ٢٠٠٢م. وهو نظام يعطي الأولوية لأقل عرض للبيع ولأعلى سعر (طلب) للشراء، يتم الزيادة في السعر وفق مدة محددة. وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية، ص ٧٢-٧٣.

ثالثاً: سوق المشتقات:

وهي عبارة عن البورصة التي يتم فيها تداول منتجات المشتقات، وهي منتجات مالية تحمي قيم الأصول الاستثمارية من سعر السلع الحالي أو الأدوات المالية الأساسية كالأسهام. لقد بدأ تنظيم الرقابة على بورصة المشتقات في ماليزيا في يوليو ١٩٨٠م، بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع.

ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق ما يلي:

- عقود المشتقات:

وهي عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، و يتم تحديد سعرها وقت إنكماش العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية. إذ يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى الصطلح الذي يتعامل معه<sup>371</sup>. وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر من الوفاء بالتزاماته.

- عقود الخيارات:

وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، أو في تاريخ محدد، بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقاً. إذا في هذه الحالة يكون متاحاً لصاحب حق الخيار تنفيذ عقد الخيار، أو عدم تنفيذه، ويمكن الحصول على حق الخيار فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق لمن يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد ولا يوفر حق الاختيار لحامله حقاً مباشراً في ملكية المشروع أو أرباحه ما لم يتم تنفيذ عقد الخيار، أي ما لم يتحقق الشرطي الورقة المالية محل الاختيار ملكيتها فعلاً، بعد تنفيذ العقد.

<sup>371</sup> <http://www.klsc.com.my>

<sup>372</sup> هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٦م. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. البحرين: المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، ص ٣٢٣.

## - عقود المبادلات:

وهي عقود بين طرفين على تبادل دوري لتدفقات نقدية (أحدهما مع الآخر) وذلك لفترة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس غالباً ما يفترضه الطرفان سواء للتحوط أو المضاربة.

## - العقود الآجلة:

وهي عقود غير مبنية للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة أصل معين في وقت مسبقاً يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً، وهي عبارة عن اتفاق بين *exercise* شخصين لشخص لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ. يتم عادة تحديد مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية وطريقة *price* التسليم، ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع والمشتري<sup>٢٢٣</sup>. وشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية ونوع الأصل لا تختلف كثيراً مع وحدة بين جميع العقود إذ أنها خاضعة للتفاوض بين الأطراف المعنية، وهذه العقود وعقود المبادلات تتداولان في السوق غير المنظمة.

وتعتبر البورصة الماليزية للمستقبل، والخطوة وسبيل فعالة و متميزة للتحوط من الأخطار، وتوفر هذه البورصة بديلاً جديداً للمستثمرين في مجال الاستثمار بغرض حماية أنفسهم من المخاطر التي تحدث في تغيرات أسعار الأوراق المالية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، وهم يتمتعون بتسهيلات فيما يتعلق بالمستندات<sup>٢٢٤</sup> وتتم عملية تداول التعاملات في سوق الملكية وسوق السندات وسوق المشتقات في ماليزيا عبر السوقين الأساسيين:

<sup>٢٢٣</sup> عربوش، حسني علي وآخرون، ١٩٩٦م. الاستثمار والمعويل بين النظرية والتطبيق. المرحع السابق، ص ٢٤١.

<sup>٢٢٤</sup> جعفر، سحبا سوربان، ٢٠٠٦م. سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملاته. عمان: الوموك جامعة الوموك رسالة ماجستير مقدمة لكلية الشريعة والدراسات الإسلامية. الاقتصاد الإسلامي. نسخة الةكترونية، ص ٢٦٧.

الأول: السوق الأولية أو سوق الإصدارات "Primary Market"

السوق الأولية أو سوق الإصدارات عبارة عن السوق الذي يشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية (سواء كانت من قبل الحكومة الماليزية أم كانت من الشركات الخاصة) المصنوعة للجمهور أو المؤسسات المالية المعنية. وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس المال الأساسي للشركات تحت التأسيس، أو بهدف زيادة رأس المال للشركات القائمة بالفعل، سواء كانت هذه الإصدارات لأدوات استثمارية أو أصول مالية قصيرة أو طويلة الأجل ويتم في البورصة الماليزية "Bursa Malaysia" تداول الأوراق المالية لهذه السوق في البورصة الماليزية للأوراق المالية وهذا السوق خاضع لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية.

الثاني: السوق الثانوية أو سوق التداول "Secondary Market"

وهي السوق التي يجري فيها التعامل في الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتداولها سواء أكانت في البورصة الماليزية للأوراق المالية، أو البورصة الماليزية لعرض الأسعار أو السوق غير المنظمة، "AMFBAQ" أو توتالتيك والصفقات للأوراق المالية المحدودة وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات القائمة أو للحكومة الماليزية<sup>٥٥</sup>.

المطلب الثاني: المركز المالي للسوق الماليزي

تفرق الكتابات في هذا المجال بين ثلاثة أنواع من المراكز المالية التقليدية، يمكن التمييز بينها اعتماداً على الحجم والعمق ونطاق التغطية وطبيعة العمليات التي تتم تأديتها في كل من هذه المراكز، وهي كالتالي:

<sup>٥٥</sup> سعفر، نورلها. ٢٠٠٦م. سوق المشتقات المالية لتدبير المخاطر وشرعي. عمان: جامعة اليمومك. رسالة ماجستير مقدمة لكلية الشريعة والدراسات الإسلامية. قسم الاقتصاد الإسلامي. نسخة إلكترونية، من ٣٦.

## ١- المركز المالي الدولي

وهو أكبر المراكز المالية على الإطلاق، وأهم هذه المراكز هو مركز المدينة The City في لندن حيث يتم جانب كبير من المعاملات المالية الدولية، يليه مركزي نيويورك، وطوكيو حيث ترتفع فيهما بشكل عام نسبة المعاملات المالية المحلية إلى المعاملات المالية الدولية. وتعتمد سبل استخدام الأموال ومصادرها بشكل كبير في المراكز المالية الدولية. ويلاحظ أن مثل هذه المراكز تُخدم اقتصادات ضخمة (المملكة المتحدة والولايات المتحدة واليابان) وتستخدم أساليب متقدمة لتسوية المعاملات المالية، ومثل هذه المراكز تقتض الأموال من غير المقيمين لتقترضها أيضاً لغير المقيمين. وعلى ذلك فإن المركز المالي الدولي يتطلب توافر اقتصاد متحضر يخدمه مالياً، ومنه تمتد معاملاته إلى باقي دول العالم<sup>٥٧٦</sup>. وعلى ذلك فإن إنشاء مركز مالي دولي بدولة الكويت غير ممكن من الناحية العملية نظراً لغياب الاقتصاد المتحضر الذي يخدمه المركز بشكل أساس<sup>٥٧٧</sup>.

## ٢- المركز المالي الإقليمي

ويقوم هذا المركز بخدمة إقليم جغرافي محدد، مثل مراكز هونغ كونج، وسنغافورة، ولكسمبورج، وماليزيا، وتخدم هذه المراكز اقتصادات أقل حجماً نسبياً من تلك التي يخدمها المركز المالي الدولي، فضلاً عن تقديم الخدمات المالية أساساً للإقليم المحيط بدولة المركز<sup>٥٧٨</sup>.

وغالباً ما يتم إعفاء المؤسسات المالية في هذه المراكز عن العديد من القوانين بصورة كاملة أو جزئية من بعض القيود المفروضة على المؤسسات المالية المحلية، مثل قيود الاحتياطي القانوني أو الضرائب على المعاملات المالية، أو ربما تكملة بحرية من قيود معدلات الفائدة أو قيود الرقابة على النقد الأجنبي وغيرها<sup>٥٧٩</sup>.

<sup>٥٧٦</sup> محمد، إبراهيم السقا. ٢٠١١م. الكويت مركز مالي، أم مركز مالي إسلامي؟. قسم الاقتصاد كلية العلوم الإدارية - جامعة الكويت. نقلاً من وزارة التخطيط "مسودة مشروع خطة التنمية الخمسية لدولة الكويت، ص ٤.

<sup>٥٧٧</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٥.

<sup>٥٧٨</sup> المرجع السابق، ص ٦.

<sup>٥٧٩</sup> المرجع السابق، ص ٧.

### ٣- مراكز الأوفشور المائيّة

ومثل هذه المراكز شريحة نالفة، تؤدي خدمات مالية محددة وأنشطة تتطلب مهارات عالية، وغالبا ما تكون تلك المراكز على درجة عالية من التنظيم حيث تقدم خدمات متخصصة مثل تلك الأنشطة ذات الارتباط بالضريبة Tax driven. ويعرف صندوق النقد الدولي مراكز الأوفشور (AI-Offshower) بأنها مراكز تقدم الخدمات المائيّة على اختلاف أشكالها بواسطة الوحدات المصرفية وغير المصرفية التي تتواجد بها، بصفة خاصة إلى غير المقيمين تلك المراكز، بما في ذلك عمليات الافتراض والإقراض من وإلى غير المقيمين. وقد يوجه ذلك الإقراض إلى الشركات وغيرها من المؤسسات المائيّة، من خلال الشركات البنوك في فروع أخرى، أو إلى المتعاملين في المركز. من ناحية أخرى فإن عمليات إدارة الأموال بواسطة المؤسسات المائيّة لحساب العملاء وعمليات التأمين، والتخطيط الضريبي tax planning تؤدي دوراً مهماً في أنشطة هذه المراكز. ولا يعني تسجيل المؤسسة المائيّة هذه في سوق ضريبة واحدة بشكل مادي. وبشكل عام تعمل مؤسسات مركز الأوفشور في ظل نظام رقابية أقل، وشفافية أقل للمعلومات، أو ربما لا تخضع أساساً لمثل هذه النظم الرقابية. وبشكل عام لا تتم التفرقة داخل مركز المالي بين المعاملات التي تتم داخل أو خارج المركز، بمعنى أن القرض الذي يعطى لغير مقيم يتم تمويله من خلال سوق المركز والذي قد يكون مصدره إبداعات من غير المقيمين كذلك فإن المدير المالي عند إدارته للأموال لا يفرق بين أموال المقيمين وغير المقيمين<sup>٨١</sup>.

وتتمثل الوظيفة الأساسية للمركز المالي في ممارسة مختلف عمليات الوساطة المائيّة على المستوى المحلي، أو الإقليمي، أو الدولي، وذلك من خلال العمل على جذب مدخرات غير المقيمين أساساً وتوجيهها للاستخدام من قبل المقيمين ومن غير المقيمين بصفة أساسية، ولهذا السبب فإن المركز المالي يضم عدداً كبيراً من مؤسسات الوساطة المائيّة من بنوك، وشركات استثمار، وشركات تأمين وغيرها من المؤسسات. ونظراً للدور المهم الذي تؤديه المراكز المائيّة في اقتصاديات الدول التي تتواجد بها فإن دول

<sup>٨١</sup> محمد، إبراهيم السقا. ٢٠١١م. المرجع السابق نفسه، ص ٨.

المركز تعطي أولية كبرى لمشروعات المركز لخدمة أعماله، وصيانة استثماره، وعادة ما تضم المراكز المالية عدداً كبير جداً من المؤسسات المالية على اختلاف أشكالها<sup>81</sup>.

## المؤشرات الدولية لسوق المال الإسلاميّة

المؤشرات هي أرقام قياسية تعد بطريقة إحصائية لقياس أداء الأسواق المالية، يدخل في تكوينها نسبة من أسهم الشركات التي عليها تعامل نشط، وبعد المؤشر يومياً بما يمكن المتعاملين من التعرف على أحوال الأسواق المالية ومدى تقدمها، وذلك بمقارنة المؤشر لليوم الحالي مع الأيام السابقة، وأصبحت المؤشرات الآن جزءاً لا يتجزأ من أركان أو مكونات الأسواق المالية. فنظراً لتنامي السوق المالية أو الإسلامية وانتشارها على مستوى العالم قامت مؤسسة داو جونز في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تصدر عدداً من المؤشرات العالمية المعروفة باسمها بإصدار مؤشرات للسوق المالية والإسلامية تعرف بـ Islamic Dow Jones Indexes بلغت حتى الآن حوالي ستين مؤشراً موزعة على أسواق العالم التي يتم التعامل فيها إسلامياً مثل:

مؤشرات داو جونز الإسلامية الأمريكية - واليابانية - والإنجليزي - والأوروبي - والكندي - والآسيوي - والماليزي. كما تعد مؤشرات حسب النشاط الاقتصادي، وتوجد أيضاً مؤشرات داو جونز الإسلامية للكحول، الجيا، والاتصالات، والصناعة، والنفط والغاز، والخدمات المالية

وتقوم هذه المؤشرات على أخذ الأسهم التي تصدرها شركات لا تتعامل في أعمال أو مواقع تتنافى مع أحكام الشريعة الإسلامية مثل التعامل بأي شكل في الخمر، أو الكحول، والتبغ، ولحوم الخنزير، والبنوك التقليدية، وشركات التأمين، وشركات إنتاج الأسلحة، والفنادق، وشركات الطيران التي فيها صالات قمار، أو تقدم خدمات، والشركات التي تتعامل في الأدب والفن المكشوف، وهي ما يطلق عليها إجمالاً "أسهم

<sup>81</sup> محمد، إبراهيم السقا. 2011. المرجع السابق نفسه، ص 9.

<sup>82</sup> المرجع السابق نفسه، ص 10.

الخطيئة"، كما تشمل تلك المؤشرات الصكوك الإسلامية التي تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية.

والجدير بالذكر أن شركات المؤشر ليست من الدول الإسلامية فحسب، ولكنها من حوالي ٣٠ دولة في العالم ومنها الولايات المتحدة الأمريكية. ولقد كونت مؤسسة داو جونز مجلساً شرعياً لمراجعة أعمال الشركات التي تدخل أسهمها في تكوين المؤشر الإسلامي من الناحية الشرعية من عدد من علماء الشريعة المتخصصين من ذوي الخبرات حيرة طويلة الراسعة جداً في أعمال هيئات الرقابة الشرعية في عديد من المؤسسات المالية والإسلامية.

#### مؤشر الشريعة "Shariah Index"

المؤشر هو رقم حسابي يقيس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وهو مخصص للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة. وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك للأسهم المدرجة في الشركات، وعلى سبيل المثال؛ عندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من مستوى ١٠٠ نقطة إلى ١٢٥ نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوع عليه قد ارتفعت ٢٥ نقطة. والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم المعبراً أو هو مؤشر ويحدد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما<sup>٨٤</sup>:

#### ١- المؤشر الشرعي كوالالمبور "Kuala Lumpur Shariah Index - KLSI"

تم تصميم المؤشر الشرعي كوالالمبور (\*) بتاريخ ١٧ أبريل/نيسان ١٩٩٩م لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام

<sup>٨٣</sup> العناني، محمد نفي. ١٤٣٠هـ، ٢٠٠٩م. الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة. بحث مقدم إلى الهمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ١١٩٥، ص ١٧.

<sup>٨٤</sup> <http://www.sc.com.my>

الشرعية المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استثمارهم بوصفها مقياساً لتقييم أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم والحركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الخلال، ولا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتحات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية<sup>٨٥</sup>.

٢- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز Dow Jones- Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index

أما المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز، فقد بدأ العمل به عام ١٩٩٢م، من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، ولكنه طرح في 10 مايو 1996م رسمياً، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي لرشيد حسين المحدودة (٠) 'Kuala Lumpur Stock' في ذلك الحين عرف بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور بالأوراق المالية 'Exchange Shariah Index' (١١) وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحاضر<sup>٨٦</sup>.

ومنذ شهر يناير/كانون الثاني أصبح المؤشر يخضع لإدارة اللجنة الاستشارية الشرعية لطبقة الأوراق المالية وهذا، 'Shariah Panel of RHB' الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها المؤشر يعبر عن بيئة إنشيطه الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسة في البورصة الماليزية<sup>٨٧</sup>. ويعرف في الوقت الحاضر بالمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسة في البورصة والمرخصة لها من اللجنة الاستشارية الشرعية<sup>٨٨</sup>.

<sup>٨٥</sup> <http://www.sc.com.my>

<sup>٨٦</sup> <http://www.sc.com.my>

<sup>٨٧</sup> Rashid Hussain Berhad Shariah Index [RHBSI]" 1998.

<sup>٨٨</sup> Rashid Hussain Berhad Shariah Index [RHBSI]" 1998.

### المطلب الثالث: الرقابة الشرعية في سوق المال الإسلامي الماليزي

تعتبر وظيفة الرقابة الشرعية هي إحدى الوظائف الأساسية التي تقوم بها إدارة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما أنها تمثل ضرورة لغيرها من الوظائف المتعلقة بإدارة المعاملات والأنشطة في السوق.

وتم استحداث الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي للتأكد من أن الأنشطة في هذه السوق ومعاملاته تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد كانت هذه المهمة الرقابية منوطة باللجنة الاستشارية الشرعية. ويرتبط ظهورها مع بدء تأسيس قسم سوق رأس المال

الإسلامي لهيئة الأوراق المالية المستقلة.<sup>٨٩</sup> وتكمن الرقابة الشرعية بدءاً من أعمال في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. إذ أن التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المتعاملين فيه مما يزيد من مستوى الثقة.<sup>٩٠</sup>

يؤدي سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عديداً من المهام في مجال الرقابة والمراجعة، وتقديم الاستشارة، وإصدار القرارات، والتوعية والتوجيه والتدريب للعاملين، وتفعيل وتطوير الأدوات المالية، والرد على استفسارات المتعاملين ويمكن عرض أهم هذه المهام فيما يلي:

أولاً: الرقابة تعتبر اللجنة السلطة العليا في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاته تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية، وأدائها وفقاً للشريعة.

<sup>٨٩</sup> هيئة الأوراق المالية الماليزية، ٢٠٠٢، ص ٦.

<sup>٩٠</sup> هيئة الأوراق المالية الماليزية، ٢٠٠٢، ص ٦.

ثانيًا: تقدم الاستشارات والمراجعة. تعد هذه اللجنة مركزًا للاستشارة والمراجعة وتدقيق أعمال هيئة الأوراق المالية الماليزية في الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا كافة. وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذا السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمر المسيطر بهذا السوق إن طلب منها، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية. كما إنها أيضًا مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين، ومساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية.

ثالثًا: التوجيه المتعلقة بالعمل بالأوراق المالية التقليدية، وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

رابعًا: إصدار القرارات المتعلقة بالقضايا الشرعية كافة في سوق رأس المال الإسلامي لتوجيه جمهور المسلمين. وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وحلها من المخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين، وبمسهم المستشار الشرعي الداخلي المستقل في هذه اللجنة لأصحابها في إصدار الصكوك الإسلامية بدور بارز في تقرير الرأي الشرعي والإرشادات المتعلقة بالعمليات الداخلية للشركات فقط، ولا تقع عليه مسؤولية إصدار القرارات لجمهور المسلمين ككل<sup>٥٩١</sup>.

خامسًا: الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية بتولى اللجنة الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي وتوجيهها الأسئلة من الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو المهتمين فيها، أو الشركات المساهمة، أو المستثمرين، أو الحكومة الماليزية نفسها، بما في ذلك جمهور المسلمين ليعرفوا مدى التزام هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

<sup>٥٩١</sup> التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة ٢٠٠٢م، ص ٣٠-٢.

سادسًا: توعية العاملين والمتعاملين. تقوم اللجنة بالتوعية والتعريف بنظام التمويل الإسلامي في ماليزيا، من خلال عقد الدورات التدريبية المكثفة، والندوات، والمؤتمرات في المجال المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات. وتتيح الفرصة للحبراء الشرعيين في مجال المعاملات المالية المعاصرة، والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية تطبيق المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، وكيفية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المسلمين العاملين بالاستثمار فيها<sup>٣١</sup>.

سابعًا: الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة. واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة والمتداولة في سوق رأس المال التقليدي "البورصة" والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال، الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبلية. لذلك كانت هناك ضرورة لتقبل التعامل بالأدوات المالية التقليدية، وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة<sup>٣٢</sup>.

ثامنًا: تفعيل الأدوات المالية الشرعية. يكون ذلك عن طريق كيفية الأدوات المالية الإسلامية، والتي لا تتداول في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق مستقل أي سوق رأس المال الإسلامي. ودي اللجنة الاستشارية الشرعية دورًا كبيرًا في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية هيئة الأوراق المالية الماليزية "قسم سوق رأس المال الإسلامي"<sup>٣٣</sup>. ومن أهم الأدوات المالية الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات الخاصة على أساس الشريعة

<sup>٣١</sup> التقرير السنوي هيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة ٢٠٠٢م، ص ٢-٣.

<sup>٣٢</sup> نيل تحليل طه سمور. ١٤٢٨هـ، ٢٠٠٧م. سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق. المزمع السابق، ص ١٢٦-

١٢٧.

<sup>٣٣</sup> التقرير السنوي هيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة ٢٠٠٢م، المزمع السابق، ص ٣١.

بالشعن الأجل، والمراجعة، والاستصناع، والإحارة، والمضاربة، والمشاركة، حيث يقوم المستشار الشرعي المتخصص في رقابة المعاملات بمراجعتها وتقييمها بما يتوافق مع المعاملات الشرعية<sup>٥٩٥</sup>.

إن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بمجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضًا بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية هيئة الأوراق المالية الماليزية تؤدي دورًا عظيمًا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتضطلع بالأعباء الكثيرة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في معاملات السوق، ويتم ذلك بالتعاون مع الجهة الإدارية لهذه الهيئة. وعلى الدراسات المعمقة في القضايا المعاصرة المرتبطة بأنشطة السوق. والتعاون بشكلها يؤدي هذه السوق إلى تحقيق النجاح الأفضل حتى تتمكن من المنافسة على المستوى العالمي، وتعتبر لجنة المتعاملين المحليين والأجانب للاستثمار في السوق دون أدنى شك وإصدار قرارات ورؤية بالقرارات الشرعية الصادرة عنها والمطبوعات الخاصة بها<sup>٥٩٦</sup>.

### المبحث الثالث: تطبيقات الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الماليزية

إن فكرة التصكيك (Sukukitisation) في ماليزيا تعود إلى عام ١٩٨٦م، عندما قامت الحكومة الماليزية بإنشاء كيان للتمويل العقاري الذي عرف بشركة الرهن القومية (Cagamas Bhd) وتؤدي هذه الشركة دورًا كبيرًا بين مقترحي الرهن العقاري ومستثمري الآجال الطويلة. وتعتبر هذه الشركة أهم مصدر لمُصدر الأوراق المالية المضمونة بأصول في ماليزيا<sup>٥٩٧</sup>.

<sup>٥٩٥</sup> المرجع السابق نفسه، ٣٢.

<sup>٥٩٦</sup> نيل حليل طه سمور، ١٤٢٨هـ، ٢٠٠٧م. سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. المرجع السابق، ص ١٢٧.

<sup>٥٩٧</sup> بورصة القاهرة، والإسكندرية. "بداية عن الأوراق المالية المضمونة بأصول" موقع شبكة الإنترنت:

[http://www.arabstockinfo.com/stock/books/ABS\\_arabic.pdf](http://www.arabstockinfo.com/stock/books/ABS_arabic.pdf)

تتميز السوق المالية الماليزية عن بقية الأسواق المالية في العالم الإسلامي بإصدار صكوك تقوم على بيع الدين، لأن الماليزيين يفرقون بين القرض، وبين الدين الذي ينتج عن بيع البضاعة، فإنهم يرون أن القرض لا يجوز بيعه وشراؤه، لأنه لا يستند إلى بضاعة، أما الدين الذي ينشأ عن طريق البيع الآجل، فإنه يستند إلى بضاعة تم بيعها، فوثيقة بيع الدين لا تمثل القصد البحتة، وإنما تمثل النقود التي محل البضاعة المبيعة، فبيع هذه الوثيقة بيع للدين الذي قام مقام البضاعة فكأنه بيع للبضاعة<sup>\*\*\*</sup>.

تمتلك ماليزيا خص سوق للتمويل الإسلامي، حيث أصدر فيه ثلثي قيمة الصكوك الإسلامية في العالم، ويقوم المحللون جهود ماليزيا في صناعة التمويل الإسلامي، كما تدبر موقعًا على شبكة الإنترنت يسمح لكل الإصدارات بطريقة شفافة.

تأتي شركات الغاز والنفط المتطورة على رأس المؤسسات المصدرة لها بشكل كبير، مثل شركة بتروليم الحكومية، والتي تقوم بإدارة صكوك بمليارات الرغيت سنويًا، أيضًا قامت شركة بحرية الاستشارية (الذراع الاستثمارية لدولة ماليزيا) بجمع ٧٥٠ مليون دولار أمريكي، وهو ما يعد من أكبر عمليات بيع الصكوك الإسلامية تمت في جنوب شرق آسيا، وهي مدعومة بأسهم شركة بحرية، وقابلة للتداول، لمدة خمسة سنوات، لذلك أظهرت ماليزيا تنوع في المصنوعات المالية الإسلامية، وتعد هذه الطريقة مبتكرة في معالجة خدمة الدين<sup>\*\*\*</sup>.

وفي عام ١٩٩٤م، استحدثت الهيئة المالية مساهدات الاستثمار الحكومية القائمة على صيغة القرض الحسن، على اعتبار من الأرباح أو المؤسسات المهاداة الاستثمار الحكومية بمثابة إعطاء قرض حسن للحكومة، من تمويل من مجموعات التنمية العائدة لصالح الأمة، ووفقا لهذا المبدأ لا ينتظر الأفراد أي مكافآت على هذه القروض، باستثناء التزام الحكومة المقترضة أن تمنح المقترضين عائداً تعبيرياً عن امتنانها لهم أو بمنح، وقد هذه الطريقة اعتراض من قبل الفقهاء، خاصة فيما يتعلق بتحديد أرباح مساهدات

<sup>\*\*\*</sup> العثمان، محمد تقي، ١٤١٩هـ، ١٩٩٨م، بيع الدين والأوراق المالية ومبادئها الشرعية. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ج ١، ص ٨٠.

والفري، بيع الدين وسندات ومبادئها الشرعية، ج ١، ص ٢٥١.

<sup>\*\*\*</sup> موقع شبكة الإنترنت الأسواق على الروابط التالية: في بتاريخ ٢٠-٦-٢٠٠٩م.

الاستثمار<sup>١١١</sup>. وقد حطت ماليزيا خطوات متقدمة في عملية التصكيك عندما قامت هيئة سوق الماليزية بسن قانون خاص بالتصكيك، وكان ذلك في أبريل ٢٠٠١م. وإتباع هذا القانون، إلزامي وإجباري على جميع الشركات التي تعمل في مجال التصكيك، كما أن هذا القانون لا يسمح بإصدار الصكوك المضمونة بالأصول إلا للشركات العامة، أو الخاصة العاملة في ماليزيا<sup>١١٢</sup>.

في عام ٢٠٠٢م، أصدرت شهادات ائتمان بقيمة ٦٠٠ مليون دولار أمريكي تستحق في عام ٢٠٠٧م وهي قائمة على صيغة الإجارة، حيث يملك حملة الشهادات حق ملكية قطع أرض خلال الفترة، وبموجب هذا الترتيب قامت الحكومة ببيع حق الاستفادة للأراضي إلى شركة الصكوك العالمية الماليزية، ثم يعاد بيع هذه الصكوك إلى المستفيدين، لمدة خمسة سنوات، ويحفظ الشركة بحق الاستفادة في الممتلكات في صندوق ائتمان، وأصدرت الشهادات بمعدل محكم، وبأسعار تستند إلى منحى الائتمان السيادي لحكومة ماليزيا عوضاً عن قيمة الأصول. فتم اتسع النطاق في إصدار صكوك لتمويل القطاع العقاري، والنقل الجوي، والصكوك كيميائيات، وعلى نطاق عالمي<sup>١١٣</sup>.

وفي ٢٠٠٤م أصدرت ولاية جاراوك صكوك الإجارة الدولية بقيمة ٣٥٠ مليون دولار أمريكي، ولمدة خمس سنوات، ورتبه بطلب التمويل "بورنيا"، المملوك لمجموعة يوبي إس المصرفية السويسرية، وذلك لغرض تمويل الأعمال لتطوير المشاريع التنموية.

وفي ٢٠٠٥م، أصدر البنك الدولي صكوك إسلامية بقيمة ٧٦٠ مليون رنجيت تستحق في ٢٠١٠م، ويعتبر هذا أكبر إصدار بالعملة الماليزية (الرنجيت)، وبذلك تكون ماليزيا من أوائل الدول التي أصدرت صكوك بالعملة المحلية، حيث تمثل ٥٠% من سوق الصكوك التي إصدارت بالعملة المحلية في الشرق الأوسط وآسيا.

<sup>١١١</sup> محمد نور الدين لغادومون. ٢٠٠٨م. تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية. بحث مقدم إلى ندوة التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية. الرياض الفندق القاري: مركز الملك فهد للمؤتمرات. ص ١٦ وما بعدها.

<sup>١١٢</sup> بورصة القاهرة، والإسكندرية. "نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول" موقع شبكة الإنترنت:

[http://www.arabstockinfo.com/stock/books/ABS\\_arabic.pdf](http://www.arabstockinfo.com/stock/books/ABS_arabic.pdf)

<sup>١١٣</sup> منصور. العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة. المرحع السابق، ص ٨.

ولقد بلغت قيمت السندات التي صدرت في سوق المال الماليزية في عام ٢٠٠٥م. حتى شهر أغسطس ١١٠ بليون رنجيت ماليزي، وتقدر نسبة الصكوك الإسلامية منها بـ ٥٢% وهذه هي المرة الأولى التي تتفوق فيها الصكوك الإسلامية على السندات التقليدية من حيث كبر الحجم<sup>٦٠٣</sup>. كما بلغت إصدارات الصكوك الإسلامية في الستة أشهر الأولى من عام ٢٠٠٥م. ٣٣ إصدارات والتي قدرت بـ ١٣ بليون رنجيت ماليزي، وبلغت نسبة السندات التجارية الإسلامية (Corporate Bonds) ٧٨%<sup>٦٠٤</sup>. أما مجموعة قيمة الصكوك الإسلامية التي صدرت في السوق المالية الماليزية حتى عام ٢٠٠٥م. فقد بلغت ٧٨ بليوناً بالرنجيت الماليزي، ونسبة ٤١% من هذه الصكوك هي صكوك تجارية (Corporate Bonds)<sup>٦٠٥</sup>.

#### المطلب الأول: هيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission Malaysia)

لقد أنشيت هيئة الأوراق المالية الماليزية في اليوم الأول من شهر مارس عام ١٩٩٣م. بموجب قانون هيئة الأوراق المالية لعام ١٩٩٣م، وهي مؤسسة ذات تمويل ذاتي ولها سلطة التحقيق والتنفيذ، وهي الهيئة التشريعية الوحيدة التي تقوم بالإشراف على سوق رأس المال وتطويرها وتدار الهيئة بواسطة لجنة تنفيذية تتألف من تسعة أشخاص يتم تعيينهم من قبل وزير المالية، وتكون الهيئة تحت إشرافه وترفع إليه تقاريرها، كما تقدم حساباتها إلى البرلمان للمناقشة<sup>٦٠٦</sup>.

ويتكون الهيكل التنظيمي للهيئة من الشعب الإيتي

<sup>603</sup> More Malaysian companies opt for Sukuk" New straits Times. 21 September. 2005.

<sup>604</sup> Zaidi Isham Ismail. "Competitive Instrument" New straits Times. 21 September. 2005.

<sup>605</sup> المرجع السابق نفسه.

<sup>606</sup> Securities Commission, Annual Report 1993. P22.

## شعبة الإصدارات والاستثمار:

تقوم هذه الشعبة بتنظيم عملية إصدار الأوراق المالية التي تصدر من الشركات العامة وإدراجها في سوق الأوراق المالية، كما تقوم أيضًا بتنظيم الأمور المتعلقة بوحدة الائتمان وبرامج الاستثمار، وتتكون شعبة الإصدارات والاستثمار من قسم إصدارات الأوراق المالية، وقسم إدارة تولي واندماج الشركات، وقسم إدارة الائتمان والاستثمار.

## شعبة المراقبة والإشراف على سوق المال:

تعد هذه الشعبة الصاعد الأيمن لهيئة الأوراق المالية ومن أهم وظائفها الإشراف على سوق الأوراق المالية والوساطة المالية (وسوق الوساطة المالية) وصناعة الأوراق المالية. وتشتمل الشعبة على قسم المراقبة والإشراف، وقسم التحقيق، وقسم الترخيص.<sup>٦٠٧</sup>

## شعبة البحوث والتطوير:

أنشأت هيئة الأوراق المالية شعبة البحوث والتطوير بهدف تطوير سوق رأس المال المحلية، وتتألف الشعبة من قسم صياغة القوانين، وقسم البحوث الاقتصادية، وقسم تطوير الأدوات المالية، وقسم المعلومات التقنية.

## الشعبة المالية والإدارية:

وتهدف الشعبة المالية والإدارية إلى تقديم أكبر قدر ممكن من الدعم للشعب الأخرى في مجال تطوير الموارد البشرية والمالية، وقسم المالية والحاسبة، وحدة المكتبة، ووحدة الأمن.<sup>٦٠٨</sup>

<sup>٦٠٧</sup> المرجع السابق، ص ٥٩.

<sup>٦٠٨</sup> المرجع السابق، ص ٨١.

فضلاً عن الشعبة الأربعة بفروعها فإن هناك قسمًا آخر يعرف بكتب الرئيس وتتفرع منه وحدة التشريع والشؤون العامة، ويتمثل مهام هذه الوحدة في تزويد الهيئة بالخدمات التشريعية، والخدمات السكرتارية، وخدمات الشؤون العامة<sup>٦٠٩</sup>.

### وظائف ومهام هيئة الأوراق المالية:

تقوم هيئة الأوراق المالية بوظائف تنظيمية عديدة من أهمها:

- الإشراف على الأسواق المالية وغرف المقاصة والإيداع المركزي.
- الموافقة على إصدار سندات الشركات.
- تنظيم الأمور المتعلقة بالأوراق المالية والعقود الآجلة كافة.
- تنظيم تهرب وإقحام الشركات.
- تنظيم المسائل المتعلقة بالمشروعات وخطط صناديق الاستثمار ذات الوحدات كافة.
- القيام بالترخيص والإشراف على جميع الأشخاص المرخص لهم.
- تعمل على تشجيع التنظيم الذاتي.
- تعمل على ضمان حسن سير مؤسسات السوق والأشخاص المرخص لهم.

### دور الهيئة في تطوير سوق المال الإسلامية.

اهتمت هيئة الأوراق المالية منذ إنشائها بتطوير سوق المال الإسلامية، وتجسد هذا الاهتمام في إنشاء ثلاث وحدات فرعية تعمل على تطوير السوق المالية الإسلامية، والوحدات الثلاث هي:

- ١- وحدة السوق المالية الإسلامية: (International Capital Market Unit) ويتألف أعضاء هذه الوحدة من المتخصصين في فقه المعاملات الإسلامية والاقتصاد الوضعي فرع المالية.

<sup>٦٠٩</sup> المرجع السابق، ص ٩١.

وتتمثل وظيفة هذه الوحدة كما يأتي:

- القيام بالدارسات والأبحاث ثم عرضها على هيئة الاستشارة الشرعية.
  - ابتكار المنتجات المالية الإسلامية في مجال الأسهم، وأدوات الدين، والمستقات المستقبلية.
  - القيام بتحليل سندات الشركات المدرجة في قائمة السوق المالية الماليزية<sup>٦١١</sup>.
- ٢- وحدة دراسة الأدوات المالية الإسلامية: Islamic Instruments study Group تم إنشاء وحدة دراسة الأدوات المالية الإسلامية في مايو عام ١٩٩٤م، ويتألف أعضاء هذه الوحدة من مجموعة علماء الشريعة الإسلامية والمتخصصين في المنتجات المالية، ووظيفة هذه الوحدة القيام بدراسة ومناقشة المسائل الخاصة بالمنتجات المالية وكيفية معالجتها من الناحية الشرعية<sup>٦١٢</sup>.

٣- الهيئة الاستشارية الشرعية: (Syariah Advisory council)

تأسست الاستشارية الشرعية في مايو ١٩٩٦م، وهي هيئة استشارية شرعية تابعة سوق المال، ويقم تعيين أعضائها من قبل هيئة سوق المال كل عامين، وتقوم هذه الهيئة بمهمة الرقابة، وتقديم الاستشارات الشرعية في المسائل المتعلقة بسوق المال الإسلامية كافة<sup>٦١٣</sup>.

بورصة الأوراق المالية (Stock Exchange) بكوالالمبور

ذكر الدكتور محمد ذكي بدوي تعريفاً لبورصة الأوراق المالية بقوله: "هي المكان الذي تتم فيه العمليات المهمة على الأوراق المالية من سندات حكومية وأسهم وسندات للشركات، وتعتبر السوق الرئيس للأموال، مجتمع فيه أصحاب رؤوس الأموال والمضاربون وممثلو الشركات المساهمة"<sup>٦١٣</sup>. وأما علي شلبي فقد عرفها: "بأنها عبارة عن المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين

<sup>610</sup> Securities Commission, Resolution of the Securities Commission Syariah Advisory Council. P3.

<sup>611</sup> المرجع السابق، ص ٨.

<sup>612</sup> المرجع السابق، ص ٩.

<sup>613</sup> أحمد، ذكي بدوي. د. ت. معجم المصطلحات الاقتصادية. بيروت: دار الكتاب. د ط، ص ٢٧٧.

ومتخصصين في هذا النوع من العمل يسمون السماسرة، وهي التي يكون التعامل فيها في بيع الأسهم<sup>٦١٤</sup>.

وأما بورصة الأوراق المالية في كوالالمبور، فإنه يمكن القول بأنها قد أُسِّست تحت قانون الشركات ١٩٦٥م، (Under companies act 1965)<sup>٦١٥</sup>، وهي ليست من المؤسسات المالية الحديثة في ماليزيا، حيث يرجع تاريخ إنشائها إلى حوالي ثمانين عامًا، إلا أن جهازها وعملياتها قد تطورت كثيرًا مع مرور الزمن<sup>٦١٦</sup>. والتطور المادي رافق مراحل الإنتاج الصناعي ونشوء شركات المساهمة الكبرى، جعل الحاجة ملحة إلى وجود سوق منظمة للأوراق المالية والسلع والصراف الأجنبي، تشرف عليها الدولة وتساهم في إخراج المدخرات الفردية، وتوفير الأساسية وتسهيل عمليات التبادل الدولي<sup>٦١٧</sup>.

"وسوق البورصة يُعدُّ أكبر سوق في ماليزيا نظرًا إلى حجم نشاطاتها التجارية السنوية، والذي يبلغ سنويًا ما يقارب ٦٠٩ بليون رنجيت ماليزي، وأما الفرق بين سوق البورصة والأسواق الأخرى فيتتمثل في كون المعاملات التجارية في سوق البورصة عبارة عن الاتجار في الأوراق المالية<sup>٦١٨</sup>".

لقد عرفت هذه البورصة عند إنشائها ببورصة مالايا، ثم تغير اسمها في سنة ١٩٦٣م، إلى اسمها الجديد حتى يومنا هذا بورصة كوالالمبور أو بالإنجليزية (Kuala Lumpur Stock Exchange - KLSE)<sup>٦١٩</sup>. ومما لا ينكر أن هذا السوق ساهم في نقل اقتصاد الدولة الماليزية من المرحلة البدائية والزراعية إلى المرحلة الصناعية.

<sup>٦١٤</sup> علي شلي. ١٩٦٢. بورصة الأوراق المالية : دراسة علمية وعملية. القاهرة: مكتب النهضة المصرفية، ص ٣. وذكر في موسوعة بريطانيا أن البورصة هي:

Stock market is the organized market for the sale and purchase of securities such as share, Stocks and bonds, in develop capitalist countries. The stock exchange has important functions; as a ready market for securities, it to ensure their liquidity and thus encourages people to channel saving into cooperate investment and as a pricing mechanism. See Robert P. Gwinn et al The New Encyclopedia Chicago, University of Chicago, 1989, volume 11, p 277.

<sup>٦١٥</sup> Nublan Zaky Yusoff, An Islamic Perspective of Stock Market, editor Sheikh Ghaznli Abood, Kota Bharu, Dian Darulnaim, 1992, P 107.

<sup>٦١٦</sup> Nublan Zaky Yusoff, An Islamic Perspective of Stock Market, p2.

<sup>٦١٧</sup> Kuala Lumpur Stock Exchange, Malaysia Capital Market (Growth and opportunities), Kuala Lumpur, Pelanduk Publication Sdn, Bhd, 1991, p 1.

<sup>٦١٨</sup> محاضرة الشيخ محمد، محمد صالح. ١٩٩٤. بورصة كوالالمبور موضوعها. كوالالمبور: فرصة العمل في بورصة كوالالمبور. تاريخ ٢٣ إبريل. نقلًا عن بحث محمد أفندي أوانج هامت.

<sup>٦١٩</sup> Haji Azlan Khalili Hj Shamsuddin, Saham dan Pelaburan, Kuala Lumpur, penerbitan Fajar Bakti Sdn Bhd 1993. P 20,21.

وكان من أهم أسباب إنشاء سوق الأوراق المالية في كوالالمبور كما ذكر نبلان ذكي في كتابه سوق البورصة من منظور الإسلام هو:

"إن الهدف الأساس من إنشاء سوق البورصة، هو فرض سياسة "سد الباب" ضد تهديد الشركات البريطانية.

وأما رجب حيث فريد فقد ذكرت في كتابها "اشترك المواطنين الأصليين في عملية السمسرة"، بأن من أهم أسباب إنشائها هي ما يلي:

- منع سيولة رأس المال الوطني إلى الخارج.

- منع عملية شراء أموال غير منتجة (non-productive) مثل الذهب والأراضي".<sup>620</sup>

إن البورصة من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية سواء على مستوى الفعاليات الفردية الحرة، أم على مستوى تدخل الحكومة في الحياة الاقتصادية، رافقه نشوء مشاريع ضخمة ومؤسسات كبرى لا يستطيع الفرد بمفرده القيام بالأعباء المالية المترتبة على إنشائها. فأضحت الحاجة ملحة إلى الدعوة إلى ادخار الأفراد، فأنشئت الشركات المساهمة وعمدت الحكومة المالية إلى إصدار الأسهم، وكان لا بد من توافي البائع والمشتري في جوٍّ تتامن فيه بيئة المنافسة التجارية، وعمدت الحكومة الماليزية إلى تنظيم سوق الأوراق المالية ليلتقي فيه طرفا المشروع المدين والممول. وقد أدى ذلك إلى تداول سلع جديدة لم تكن معروفة وهي الأسهم والسندات وحفظت التأسيس".<sup>621</sup>

بناءً على ما سبق فإن بورصة الأوراق المالية هي المكان الذي يجري فيه المعاملات على الأوراق المالية بواسطة متخصصين بسموكة السمسرة، أن هناك حاجة إلى بيان معنى تلك السمسرة في بورصة الأوراق المالية الحالية، يجب أن نبدأ من نقطة إلى بيان كيفية التي تتم بها السمسرة.

أما السمسار في بورصة الأوراق المالية كما ذكره الدكتور حسين عمر في تعريفه للشخص أو الهيئة الذي يتخصص في إيجاد الصلة بين الراغبين في شراء الأسهم والسندات

<sup>620</sup> Nublan Zaky Yusoff, An Islamic Perspective of Stock Market, p 101.

<sup>621</sup> Pelajar-Pelajar Kursus Elektif Keusahawanan Diploma pendidikan Sesi 1993/94, Saham dari perspektif Islam, p 31.32.

في بورصة الأوراق المالية وبين الرغبين في بيعها<sup>111</sup>. وهؤلاء السعاسرة في بورصة الأوراق المالية "هم الذين يتولون إدارة الحركة وتنظيمها، وهم الوسطاء الرسميون بين البائع والمشتري وهم لا يبيعون ولا يشترون لحساب أنفسهم، ومن ثم لا يمكنهم الاستفادة من فرق الأسعار بين البيع والشراء، ويتقاضون على الأعمال التي تنم بواسطتهم نسبة مقدراً سعرها في اللائحة جزاء ما بذلوا من جهد في إتمام الصفقة"<sup>112</sup>.

وفي الغالب يتقاضى السعاسر ١% من ثمن الأسهم التي يشتريها أو يبيعها أو لعملائه أو يحدد قيمة معينة كحد أدنى لعمولته حيث أن عمولة السعسرة العادية لم تعد كافية لتغطية تكاليف عمله. وذكر أحمد عيسى الدين شروط التي اشترطتها بورصة الأوراق المالية بصفة عامة (فيمن يقبل سمساراً) ما:

- أن يكون متمتعاً بالنسبة إلى البلد التي يزور فيها نشاطه.
- أن يكون بالغاً من العمر ١٨ سنة في معظم أسواق الأوراق المالية العالمية، وتمتعاً بالأهلية القانونية.
- ألا يكون قد أشهر إفلاسه دولياً أو محلياً، أو أعلن إفلاساً، أو نصب أو تخيانه للأمانة، أو بتزوير، أو خالف القوانين المعمود في البلد الذي يريد مزاوله نشاطه فيه، ما لم يكن قد رد إليه اعتباره.
- ألا يمارس أعمالاً تجارية عدداً أعمال سوق الأوراق المالية، ألا يكون عضواً بمجلس إدارة إحدى الشركات أو مستشاراً أو خبيراً مستخدماً فيها، بإحدى المجلات التجارية أو المصرفية.

<sup>111</sup> حسين عمر. الموسوعة الاقتصادية. المرجع السابق، ص ٢٦١.

<sup>112</sup> عبد الكريم الخطيب. ١٩٦١م. السياسة المالية في الإسلام. القاهرة: دار الفكر العربي، ص ١٧٣، ١٧٤.

<sup>113</sup> فهمي، عبد العزيز. ١٩٨٠م. موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية. بيروت: دار النهضة. كما تجري مثل هذا في بورصة كوالالمبور.

Also see Rahimah bt Mohd Farid, penglibatan Bumiputra Dalam profesyen Broker Saham, p9.

- أن يثبت أن لديه رأس مال نقدي لا يقل عن مبلغ محدد.
- أن يخضع لتعريف عملي مدته في بلجيكا ٦ سنوات، وفي فرنسا ٤ سنوات. وبعض أسواق الأوراق المالية تشترط أن يعمل على الأقل الشهادة الثانوية، أو شهادة تجارية مع خدمة في مصرف مقبول مدة سنة كاملة<sup>٦٦</sup>.
- وأما شروط القبول التي وضعتها اللجنة المشرفة على بورصة كوالالمبور، ويجب توافرها في السمسار قبل مزاولة مهنة السمسرة، فهي:
- أن يكون متعاقباً بالجنسية الماليزية
- ألا يقل عمره عن ١٨ سنة.
- أن يكون أهلاً لشهادة البكالوريوس من الجامعات المعتمدة ومن الكليات المعروفة مثل الاقتصاد والقانون مع خدمته في مصرف مقبول مدة سنة كاملة. والذي لا يحمل شهادة البكالوريوس فلا بد من أن يحصل لتعريف عملي مدته ٥ سنوات.
- ألا يكون معلقاً أو مطروداً من أي سوق من أسواق الأوراق المالية في ماليزيا.
- يجب أن يكون ملتزماً بمبادئ أخلاقية عالية.
- ألا يكون قد أشهر إفلاسه، أو أدين بسرفقة، أو سحب، أو بخانة، أو بتزوير، أو خالف قوانين النقد في البلاد<sup>٦٧</sup>.
- الإجراءات المتبعة في بيع الأسهم في بورصة كوالالمبور:
- إن هذا الموضوع سيركز على توضيح الإجراءات المتبعة في عملية المسكوك الإسلامية الاستثمارية.

<sup>٦٦</sup> أحمد، محي الدين أحمد حسن. عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية، ص ١١٠.

<sup>٦٧</sup> Ismail Ibrahim Saham dan Pasaran Saham, Kuala Lumpur, Dewan Bahasa dan Pustaka, 1992, 16,17. Also see Rahimah bt Mohd Farid, penglibatan Bumiputra Dalam profesyen Broker Saham, p 10,11.

بأنّ البائع بشهادات أسهمه وبضعها عندهم بعد أن يمثلاً نموذجاً معداً لأمر البيع وفيه النص على تفويض الوسيط تفويضاً لهائياً غير معلق على شرط<sup>٦٧</sup>، بيع أسهمه البيئة أدناه، أو أي جزء منها، وبما لها من حقوق، واستكمال إجراءات نقل وتسجيل ملكيتها عن طريق الفاعلة المركزية للتداول، وبسري مفعول هذا الأمر اعتباراً من توقيع البائع، وحتى انتهاء معاشرو البيئة، وبقر بأنه مالك الأسهم موضوع هذا الأمر ملكية كاملة ولا يوجد عليها أي قيد من قيود التصرف، ويتحمل كافة عن ظهور ما يخالف هذا الإقرار<sup>٦٨</sup>. ثم فيه اسمه وعماله، وما ثبتت شخصيته، ويحدد المدة التي يريدها لتداول أسهمه بيوم أو خمسة أيام أو عشرين يوماً أو أكثر، ويبين فيه عدد الأسهم وأرقامها، وأقل سعر يوافق به أو باسم الشركة وتبين نسبة العمولة المتفق عليها للسهم بـ شرط ألا تزيد عن والعمولة بالمائة (١٠%) وبغير أخرى<sup>٦٩</sup>. وقريب من هذا النموذج نموذج آخر بالشراء يفوض فيه المشتري الوسيط في الشراء، واستكمال الإجراءات اللازمة، مع تدوين اسمه وعنوانه... الخ، والعمولة المدة، وعدد الأسهم، وشركتها، والحد الأعلى لسعر الشراء، ونسبة العمولة التي يستحقها الوسيط، ويجازت أخرى<sup>٦٩</sup>.

وقد يحدد العميل للوسيط مسبقاً السعر الذي يشترى أو يبيع به. فيحدد له السعر الأدنى في حالة البيع والسعر الأعلى في الشراء. وقد يكون كتابياً كما يمكن أن يكون شفهيّاً. فإذا كان شفهيّاً جرت العادة بأن وكده العميل يرسله إلى الوسيط. كما جرت العادة على أن العميل يوقع على أمر الشراء. ومع هذا فإن المسحورة يكتفون من العميل بالأمر الشفاهي أو حتى بالهاتف إذا كان يوافق لهم ويتجاوز بالأمور بجميع

<sup>٦٧</sup> الأطرم، عبد الرحمن صالح، ٢٠٠٤. صكوك الإجارة. العرض - التعليق والنقد. في مجلة مجمع الفقه الإسلامي. عدد ١٥.

٢٠٤.

<sup>٦٨</sup> الأطرم، الوساطة التجارية في المعاملات المالية، ص ٤٧٨، ومثل هذا أيضاً في بورصة كوالالمبور، Also see Ismail Ibrahim, Saham dan pasaran Saham, p25.

<sup>٦٩</sup> Rahimah bt Mohd Farid, penglibatan Bumiputra Dalam profesyen Broker Saham, p9.

<sup>٦٩</sup> الأطرم، ١٩٩٨/٩/٢٠. الوساطة التجارية في المعاملات المالية، ص ٤٧٨، وهكذا أيضاً لغيري الإجراءات في بورصة كوالالمبور.

لغلاً عن بحث ومقابل مع اسحاق يوسف، سمسار من سمسارة بورصة كوالالمبور.

طرق الإثبات، لأن الوسيط لا يكلف فقط بإجراء العملية وإنما يعتبر مسؤولاً عن تنفيذها<sup>٦٣١</sup>.

ويطلق عليه أحياناً الأمر بالسعر الأفضل، وفيه لا يحدد صاحب الأمر السعر الذي يجب أن يتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر الملائم إلى سمساره. إلا أن السمسار يفضل عادة تنفيذ العملية في السوق حال استلامه الأمر، فإذا بلغه الأمر قبل الإفتتاح بتنفيذ الأمر حسب سعر الإفتتاح، أما إذا بلغه أثناء إنعقاد الجلسة نفذ فوراً حسب إمكانات السوق. وقد يترك للسمسار حرية تنفيذ الصفقة بسعر أعلى بقليل من السعر المطلوب عد الشراء، أو أدنى بقليل من السعر المطلوب عند البيع. لكن هذا الأمر غير مرغوب فيه عند العملاء العاديين لما يمكن أن يسببه من مشاكل ويثيره من اعتراضات<sup>٦٣٢</sup>.

فإذا تمت أية صفقة بيعاً أو شراءً، أصدرت تفاصيل الصفقة التي صرحت فيها باسم المشتري، كمية الصفقة، وثيقة وحدة الأسهم، وأجرة العمولة، ورسوم الخدمة، وأجور الطابع. هذه العملية تدعو "ملاحظة اتفاقية"<sup>٦٣٣</sup> وبناءً على ذلك، فكل من يريد أن يبيع أو يشتري الأسهم فلا بد من اتباع الطريق نفسه قبل أن يكون عميلاً رسمياً في هيئة الأوراق المالية (أي البورصة الأوراق المالية كوالالمبور).

المطلب الثاني: التطبيقات العملية للصفقات الإسلامية في السوق المالية الماليزية

#### ١- تطبيقات صفقات المضاربة في ماليزيا:

أصدرت شركة بي جي مونيسيپال أسستس (PG Municipal Assets) صفقات المضاربة<sup>٦٣٤</sup>. وهي أول صفقات المضاربة التي يتم إصدارها من الشركات أو المؤسسات الأهلية، وأول صفقات المضاربة في ماليزيا التي يتم إصدارها وفق الدليل الإرشادي

<sup>٦٣١</sup> معلومات من سمسار هارون أحمد. ٢١/٩/١٩٩٨م. في البورصة كوالالمبور. نقل من بحث بحث محمد أفندي أوانج هامت. ص ٩١.

<sup>٦٣٢</sup> محمد أفندي أوانج هامت و إسحاق يوسف، سمسار بورصة. كوالالمبور. ص ٩١.

<sup>٦٣٣</sup> Pelajar-Pelajar Kursus Elektif Keusahawanan Diploma pendidikan Sesi 1993/94, Saham dari perspektif Islam, p 35. Also see Ismail Ibrahim, Saham dan pasaran Saham, p31.

<sup>٦٣٤</sup> Principal Term and Condition of Mudarabah Bond.

للسكوك الإسلامية الماليزية ٢٠٠٤م<sup>٦٣٥</sup>، وتبلغ قيمة السكوك ٨٠ مليون رنجيت ماليزي<sup>٦٣٦</sup> وتكون السكوك بلفة مليون رنجيت ماليزي أو بحسب الإتفاق بين المصدر والمنظم وفق اللائحة الخاصة بها<sup>٦٣٧</sup>. ويتم إصدارها بسعر الخصم وهو ٦٦٠، ٦٦ مليون رنجيت ماليزي<sup>٦٣٨</sup>.

وتكون هذه السكوك مبنية على عقدي المضاربة الأولى والثانية. فأما عقد المضاربة الأولى فيكون بين رب المال وهو حملة السكوك وبين المضارب الأولى - وهو شركة بي جي مونيسيبال أسيتس - مصدر السكوك. وهذا العقد يتضمن إصدار السكوك من قبل هذه الشركة، وتقديم الأموال من قبل رب المال - وهو حملة السكوك - وأما عقد المضاربة الثانية، فإنه يكون بين الشركة وبين المضارب الثاني - والسلطة المحلية باسبر جودانج (Pihak Berkuasa Tempatan Pasir Gudang) الذين يتولون تنفيذ المشروع<sup>٦٣٩</sup>. وتصف بشرة الإصدار بأن عقد المضاربة في سكوك المقيدة في الاستثمار في المشروع المعين، وحصول الأرباح المحددة في النسبة المعينة وهو الربح المتوقع، والتنازل عن باقي الربح للمضارب<sup>٦٤٠</sup>.

ويتم توزيع الأرباح بين المال والمضارب بنسبة ٩٩% لرب المال و١% للمضارب في عقدي المضارب الأول والثاني<sup>٦٤١</sup>، وقد تم تقديم تقدير الربح المتوقع لعقد المضاربة الأول وهو الربح المتوقع لحملة سكوك المضاربة في الثبوتية وفق النسبة السابقة، حيث يزداد الربح المتوقع تدريجياً تبعاً لمدة السكوك من السنة الأولى إلى السنة السادسة وهي ٤,٣٠% في السنة الأولى، و٥% في السنة الثانية، و٥,٥٠% في السنة الثانية، و٦% في

<sup>٦٣٥</sup> Securities Commission, "Islamic Capital Market Review" Securities Commission Annual Report 2005, 2-22.

<sup>٦٣٦</sup> Principal Term and Condition of Mudarabah Bond.

<sup>٦٣٧</sup> المرجع السابق، ص ١٠.

<sup>٦٣٨</sup> المرجع السابق، ص ١١.

<sup>٦٣٩</sup> المرجع السابق، ص ١٢.

<sup>٦٤٠</sup> المرجع السابق، ص ١٣.

<sup>٦٤١</sup> المرجع السابق، ص ١٤.

السنة الرابعة، و ٦٠,٣٠% في السنة الخامسة، و ٦٠,٦٠% في السنة السادسة والأخيرة<sup>٦٤٢</sup>. وإذا زادت الأرباح عن الربح المتوقع فإن حملة الصكوك يتنازل عنها للمضارب<sup>٦٤٣</sup>. ويستخدم المضارب الثاني متحصلات من إصدار الصكوك في سداد الديون لدى بنك ملايا (Malayan Banking) و بنك معاملات (Muamalat Bank) وجمعية جوهور التعاونية (Corporation Johor)، وتطوير البنية التحتية في باسير جودانج في المجالات المختلفة مثل تطوير مبنى مركز السلطة المحلية وتحديد طلاء المباني في المنطقة، وتطوير الأماكن العامة وغيرها، ورأس المال في تشغيل المشروع<sup>٦٤٤</sup>. وتم تعيين مؤسسة أمانة رايا أمنيا لها<sup>٦٤٥</sup>، والبنك المركزي الماليزي مديراً للدفعات<sup>٦٤٦</sup>، وستكون الصكوك في جميع الأوقات على شكل حصص ممثلة في شهادة شاملة مسجلة دون كوبونات مرفقة<sup>٦٤٧</sup>.

## ٢- تطبيقات صكوك المشاركة في ماليزيا:

أصدرت شركة مشروع الطريق السريع (من شمال/ الجنوب) (Projek Lebuhraya Utara-Selatan Berhad) صكوك المشاركة السلسلة الثالثة، وتبلغ القيمة للصكوك ٤,٥٠٠٠ مليون رنجيت ماليزي<sup>٦٤٨</sup>. ويتم إصدار هذه الصكوك في الإصدار المختلفة عند الحاجة إليها بشرط أن تزيد القيمة الكلية للصكوك. وقد أصدرت الشركة حالياً ٢,٠٧٥ مليون رنجيت ماليزي في ثلاثة إصدارات. فالإصدار الأول بقيمة ٦٧٥ مليون رنجيت ماليزي في ١٠ أكتوبر ٢٠٠٦م<sup>٦٤٩</sup>، والإصدار الثاني بقيمة ٧٠٠ مليون رنجيت

<sup>٦٤٢</sup> المرجع السابق، ص ١٨.

<sup>٦٤٣</sup> المرجع السابق، ص ١٩.

<sup>٦٤٤</sup> المرجع السابق، ص ٢٠.

<sup>٦٤٥</sup> المرجع السابق، ص ٢١.

<sup>٦٤٦</sup> المرجع السابق نفسه ٢٢.

<sup>٦٤٧</sup> المرجع السابق، ص ٢٣.

<sup>٦٤٨</sup> Principal Term and condition of Mudarabah Bond. Pp 3,3.

<sup>٦٤٩</sup> Bank Negara Malaysia, Statistics, Fast, Facility Information, Facility Code.

<http://fast.bnm.gov.my/fastweb/public/publicInfoServlet.do?chkBox=VR.61746&mode=DISPLA>

Y. &info=STOCK&screened=PB.3.900> التصفح ٣٠ ديسمبر ٢٠٠٩م. تاريخ

ماليزي في ١٠ أكتوبر ٢٠٠٦م<sup>٦٥٠</sup>، والإصدار الثالث بقيمة ٧٠٠ مليون رنجيت ماليزي في ٢٩ مايو ٢٠٠٨م<sup>٦٥١</sup>. ويمثل كل صك من الصكوك حصة مشاعة في ملكية موجودات الصكوك<sup>٦٥٢</sup>، وتكون المشاركة في هذه الصكوك بين حملة الصكوك في موجودات مخصصة لها من قبل شركة مشروع الطريق السريع (من شمال/ الجنوب)، حيث تقسم الأرباح حسب الاتفاق والخسائر حسب حصصهم في المشروع<sup>٦٥٣</sup>.

ويستخدم المصدر متحصلات من إصدار الصكوك في إطفاء الصكوك السابقة<sup>٦٥٤</sup>. ويتم تعيين مشروع الطريق السريع (من شمال/ الجنوب) مديراً لموجودات الصكوك<sup>٦٥٥</sup>، ولها الحافز لحسن الإدارة في حالة زيادة الربح على الربح المتوقع<sup>٦٥٦</sup>. ويونيواسال أميناً لها<sup>٦٥٧</sup>، ويكون الأمين وكيل لحملة الصكوك<sup>٦٥٨</sup> وتعيين البنك المركزي الماليزي مديراً للدفعات<sup>٦٥٩</sup>، وأن تكون الصكوك حصص ممثلة في شهادة شاملة<sup>٦٦٠</sup>.

ويتعهد مدير موجودات الصكوك بقيمتها الاسمية في فترة استحقاق الصكوك<sup>٦٦١</sup>. ويقدم مدير القرض إذا كانت مبالغ التوزيع الدوري غير كافية وفق النسبة المتفقة في كل فترة

<sup>650</sup> Bank Negara Malaysia, Statistics, Fast, Facility Information, Facility Code. <http://fast.bnm.gov.my/fast/web/public/publicInfoServlet.do?chkBox=VR.61746&mode=DISPLAY.Y.&info=STOCK&screened=PB.3.900> تاريخ التصحح ٣٠ ديسمبر ٢٠٠٩م.

<sup>651</sup> Bank Negara Malaysia, Statistics, Fast, Facility Information, Facility Code. <http://fast.bnm.gov.my/fast/web/public/publicInfoServlet.do?chkBox=VR.61746&mode=DISPLAY.Y.&info=STOCK&screened=PB.3.900> تاريخ التصحح ٢٠ ديسمبر ٢٠٠٩م.

<sup>652</sup> Principal Term and condition of Mudarabah Bond. Pp 3,3.

<sup>٦٥٣</sup> المرجع السابق، ص ٢٤.

<sup>٦٥٤</sup> المرجع السابق نفسه.

<sup>655</sup> Principal Term and condition of Mudarabah Bond. Pp 3,4,9,21.

<sup>٦٥٦</sup> المرجع السابق، ص ٢٥.

<sup>٦٥٧</sup> المرجع السابق، ص ٢٥.

<sup>٦٥٨</sup> المرجع السابق، ص ٢٦.

<sup>٦٥٩</sup> المرجع السابق، ص ٢٧.

<sup>٦٦٠</sup> المرجع السابق، ص ٢٨.

<sup>٦٦١</sup> المرجع السابق، ص ٢٩.

التوزيع الدوري<sup>٦٦٢</sup>. ويكون معدل الربح المتوقع ٥٥،٩٥% سنويًا<sup>٦٦٣</sup>. وتنتهي الصكوك في ٢٧ مايو ٢٠٢٢م، وتكون مدتها ١٤ سنة<sup>٦٦٤</sup>.

بعض المشاكل التي تواجه تطبيقات صكوك المشاركة في ماليزيا

- هل تعد صكوك المشاركة من قبيل شركة العقد أم شركة الملك؟

اختلف العلماء والباحثون المعاصرون حول تكييف صكوك المشاركة هل هي من قبيل شركة الملك؟ يرى بعض العلماء والباحثين المعاصرين ومنهم: الدكتور/ سامي حسن حمود<sup>٦٦٥</sup>، والدكتور/ عبد الستار أبو غدة<sup>٦٦٦</sup>، والدكتور/ محمد تقي العثماني<sup>٦٦٧</sup>، أنها من قبيل شركة العقد. يقول الأستاذ/ سامي حسن حمود: "هذه الشركة هي شركة عقد وليست شركة ملك، حيث إن رأس المال قد استعمل في النماء ليسترد مع ربحه، ويستعمل رأس المال في مثال الزرع ليسترد أصله الربح المذكور"<sup>٦٦٨</sup>.

ويقول الأستاذ/ أبو غدة عبد الستار: "إن إصدار الصكوك الاستثمارية يتم على

أساس شركة العقد، وليس على شركة الملك"، وذلك للأسباب الآتية:

- أنها وعاء استثماري مشترك بين حملة الصكوك وتنظيم العلاقة بينهم نشرة الإصدار، وطلبات الاكتتاب التي تعتبر بمثابة دخول تدريجي تراكمي في ذلك الوعاء. وعليه فإن بين حملة الصكوك عقدًا خاصًا لإيجاد المشاركة بينهم عن طريق الإدارة أو الجهة المصدرة للصكوك<sup>٦٦٩</sup>.

<sup>٦٦٢</sup> المرجع السابق، ص ٣٠.

<sup>٦٦٣</sup> المرجع السابق، ص ٣١.

<sup>٦٦٤</sup> Bank Negara Malaysia, Statistics, Fast, Facility Information, Facility Code.

<http://fast.bnm.gov.my/fastweb/public/publicInfoServlet.do?chkBox=VR.61746&mode=DISPLAY>,  
&info=STOCK&screened=PB.3.900> تاريخ التصفح ٣٠ ديسمبر ٢٠٠٩م.

<sup>٦٦٥</sup> سامي، حسن حمود. التنمية عن طريق الأدوات التمويلية الإسلامية. المرجع السابق، ص ٢٢٤.

<sup>٦٦٦</sup> أبو غدة، عبد الستار. تكييف شركتي العقد والملك وأثره في تطبيقات الصكوك والمشاركة المتناقضة. المرجع السابق، ص ١٥-

١٦.

<sup>٦٦٧</sup> محمد، تقي العثماني. الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة. المرجع السابق، ص ١٠.

<sup>٦٦٨</sup> سامي، حسن حمود. التنمية عن طريق الأدوات التمويلية الإسلامية. المرجع السابق، ص ٢٢٤.

<sup>٦٦٩</sup> المرجع السابق، ص ٢٢٥.

- أهما تنشأ مبادلة بين الأموال المقدمة من حملة الصكوك سواء أكانت نقوداً أم أعياناً مقومة بالنقود، وتصبح تلك المبالغ ملكاً شائعاً بينهم جميعاً بقدر الحصص التي تمثلها الصكوك مكتتب. أن المقصود من الصكوك الاسترباح، وهو يشمل الطرفين، الإدارة وحملة الصكوك.<sup>٦٧٠</sup>

#### - تحديد الربح المتوقع بنسبة معينة أو جزء من الربح المتوقع

مؤشر ليبور تحدد صكوك المشاركة في المايزيا الربح المتوقع للصكوك بنسبة معينة ثابتة<sup>٦٧١</sup>، بينما تحدد صكوك المشاركة في دول أخرى كالكويت جزءاً من الربح المتوقع بمؤشر ليبور مع تفاوت الربح باختلاف المدة<sup>٦٧٢</sup>. فما مدة مشروعية هذا التحديد؟ تقدم بيان هذا الحكم في التطبيقات المعاصرة لصكوك المضاربة، وترجع لدى الباحث جواز تحديد الربح المتوقع للصكوك سواء كان الربح أم متغيراً بشرط أن يكون الربح المتوقع نابعاً من دراسة الجدوي للمشروع الحقيقي، ويقترح أن ينشأ المؤشر الإسلامي الذي يمثل حقيقة تكلفة وعوائد الاستثمار فعلياً لاعتماده عليه في تحديد الربح المتوقع. ويتم توزيع الربح لحملة الصكوك بما يتحقق به فعلاً من المشروع المستثمر، ولا يعتمد على الربح المتوقع في توزيعه، لأن ذلك يؤدي إلى قطع الشركة في الربح، وهو ممنوع شرعاً، فضلاً عن ذلك فإن تحديد الربح المتوقع للمشروع يساعده المستثمرين على اتخاذ القرار في جدوى المشاركة والاستثمار في الصكوك أو المشروع أم لا.<sup>٦٧٣</sup>

#### - توزيع الربح في الفترات الدورية

يتم توزيع الربح في صكوك المشاركة في ماليزيا ودولة الكويت في فترة التوزيع الدوري المحددة، حيث يتم توزيع ربح صكوك المشاركة في ماليزيا سنوياً، بينما توزيع ربح صكوك المشاركة في دولة الكويت كل ستة أشهر<sup>٦٧٤</sup>. فما مدى مشروعية هذا التوزيع مع أن

<sup>٦٧٠</sup> المرجع السابق، ص ٢٢٦.

<sup>٦٧١</sup> Principal Term and condition of Sukuk Series. Pp 3, 4.

<sup>٦٧٢</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة. ص ٥٥.

<sup>٦٧٣</sup> المرجع السابق، ص ٥٦.

<sup>٦٧٤</sup> المرجع السابق، ص ٥٧.

المشروع المستثمر لم ينته بعد؟ تقدم بيان هذا الحكم في صكوك المضاربة، فضلاً عن ذلك فقد بينت الهيئة الشرعية للبركة كيفية تحقيق الأرباح في المساهمات والمشاركات كالاتي:

- تعتمد الشركة على تحديد الأرباح على إحدى طريقتين: التحقيق الفعلي للأرباح بالتنضيق الحقيقي (تحويل الأصول إلى نقود)، أو التنضيق الحكمي، وذلك بالتقويم للأصول بالقيمة التقديرية المتوقع تحقيقها طبقاً للمعايير المحاسبية المعتبرة.

- يتوقف تحقيق الربح في حالات التمويل بالمشاركة العادية أو بالمضاربة الشرعية على تمام التنضيق سواء أكان حقيقياً أو حكماً بعد المحاسبة وحسم المصاريف واسترداد رأس المال، وتكون أرباح كل فترة دورية داخلية في حساب تلك الفترة التي تتم فيها المحاسبة سواء على كامل العملية أو على جزء منها.

- يتحقق إيراد (العلة) في حالات المشاركة المنتهية بالتملك على أساس الدخل الصافي للمشروع المشارك به حتى نهاية السنة المالية ذات العلاقة، وإن لم يتم القبض فعلا حيث يكون الدخل المستحق غير المقبوض بمثابة الإيرادات المتحققة للشركة.

- اشتراط الحافز للمدير المشاركة أو المدير

تشرط صكوك المشاركة في مالها حافزاً للمدير موجودات الصكوك وهو مديرها. بموجب الوكالة<sup>٦٧٥</sup>، بينما تشرط صكوك المشاركة في كولة الكويت حافزاً للمدير المشاركة وهو الشريك العامل<sup>٦٧٦</sup>، وهو جميع ما زاد عن الربح المتوقع - الذي تم تنصيبها في نشرة الإصدار لكل منهما - يكون في حق المدير أو المدير المشارك، حيث يتنازل حملة الصكوك عن الربح الزائد عن الربح المتوقع. فما مدى مشروعية هذا الاشتراط<sup>٦٧٧</sup>؟

تقدم بيان هذا الحكم في صكوك المضاربة، وبناء على ذلك، فإنه يرحح الباحث جواز اشتراط الحافز للمدير أو المدير المشارك، لأنه لا يؤدي إلى قطع الاشتراك في الربح. ويقترح الباحث للمؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك استناد تقدير الربح المتوقع لإجراء دراسة الجدوى عن المشروع لا على أساس سعر الفائدة أو مؤشر معين؛

<sup>٦٧٥</sup> أبو غدة، عبد الستار، وعز الدين خوجة. فتاوي ندرات البركة. جدة. ط ٥، ص ٩٢.

<sup>٦٧٦</sup> Principal Term and condition of Mudarabah Bond. Pp 3, 4, 21.

<sup>٦٧٧</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة. ص ٥٨.

وإنما على أساس الاشتراك في الربح الحقيقي الناتج عن أرباح المشروع. فضلاً عن ذلك فإن الطريق الصحيح لتطوير صكوك المشاركة هو إيجاد صكوك المشاركة القائمة على الاشتراك في الربح الحقيقي الناتجة من المشروع، ليكون حافزاً فعالاً على حسن إدارة المدير أو المدير المشارك عن الربح المتوقع من المشروع. ويرى الباحث أنه من الأفضل أن لا يكون جميع ما زاد عن الربح المتوقع هو الحافز للمدير أو المدير المشارك، بل يقسم بين المدير أو المدير المشارك وبقية الشركاء بنسبة معينة متفق عليها<sup>٦٧٨</sup>.

### ٣- تطبيقات صكوك الإجارة في ماليزيا

أصدرت شركة مجموعة جوثري<sup>٦٧٩</sup> (Kumpulan Guthrie Berhad) - وهي إحدى الشركات الماليزية التي تتعامل بالصكوك الإسلامية - صكوك الإجارة في ٢٤ ديسمبر ٢٠٠١<sup>٦٨٠</sup>، وقد تم ذلك عبر المنشأة ذات الغرض الخاص لإصدار الصكوك وهي المنشأة المنشأة الأولى للصكوك الدولية (First Global Sukuk Inc)<sup>٦٨١</sup>، ويتكوّن هذا الإصدار من سلسلتين: السلسلة A والسلسلة B.<sup>٦٨٢</sup> ويبلغ حجم الإصدار للسلسلة A ٥٠ مليون دولار أمريكي، بينما يبلغ حجم الإصدار لسلسلة B ١٠٠ مليون دولار أمريكي<sup>٦٨٣</sup>، وتصدر الصكوك بسعر إصدار يبلغ ١٠٠٪ من قيمة الصك<sup>٦٨٤</sup>، وتكون الصكوك بفترة ٥٠٠،٠٠٠ دولار أمريكي<sup>٦٨٥</sup>. ويمثل كل صك من الصكوك حصة مشاعة في ملكية موجودات خاصة منهما<sup>٦٨٦</sup>، حيث يمثل لكل صك من السلسلة A ١٪ من موجودات الصكوك المخصصة لها، بينما يمثل لكل صك من السلسلة B ٠,٥٪ من موجودات

<sup>٦٧٨</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة. ص ٥٩.

<sup>٦٧٩</sup> Offering Circular of Serial Lease Sukuk Issuance, 2.

<sup>٦٨٠</sup> Offering Circular of Serial Lease Sukuk Issuance, 3.

<sup>٦٨١</sup> المرجع السابق نفسه ٥٩.

<sup>٦٨٢</sup> المرجع السابق نفسه ٦٠.

<sup>٦٨٣</sup> المرجع السابق، ص ٦٠.

<sup>٦٨٤</sup> المرجع السابق، ص ٦١.

<sup>٦٨٥</sup> المرجع السابق، ص ٦١.

<sup>٦٨٦</sup> المرجع السابق، ص ٦٢.

الصكوك المخصصة لها<sup>٦٨٧</sup>، وتكون الصكوك على شكل حصص ممثلة في الشهادة الرئيسة دون كوبونات مرفقة<sup>٦٨٨</sup>.

وتشتري المنشأة ذات الغرض الخاص وهي الأولى للصكوك الدولي الأراضي من مجموعة جيراي (Kumpulan Jerai) وهي الشركة التابعة لشركة مجموعة جوثري لتكون موجودات الصكوك السلسلة A، وتشتري الأراضي الأخرى من شركة مجموعة جيراي، ومجموعة لينجي (Linggi Kumpulan) ومجموعة كومونينج (Kumpulan kamuning) وهي شركة تابعة لشركة مجموعة جوثري لتكون موجودات الصكوك الخاص وشركة مجموعة جوثري لكل عقد ستة أشهر<sup>٦٨٩</sup>، لكل من سلسلي A و B<sup>٦٩٠</sup>، ويبدأ أول العقد مع بداية إصدار الصكوك ويكون آخر العقد وفق مدة الصكوك لكل من السلسلة<sup>٦٩١</sup>، لذلك يكون دفع أجرة الأصول الممثلة لهذه الصكوك ستة أشهر<sup>٦٩٢</sup>، وتكون الأجرة المتوقعة لتأجير صكوك السلسلة A ١٥٠% سنوياً فوق سعر ليور لسته أشهر، وصكوك السلسلة B ٢٠% سنوياً فوق سعر ليور لسته أشهر<sup>٦٩٣</sup>.

بعض المشاكل التي تواجه تطبيقات صكوك الإجارة في ماليزيا:

- حكم الزامية الوعد في العقد  
تقدم بيان حكم الزامية الوعد في العقد، وترجح لدى الباحث أن الوعد يكون ملزماً ويجب الوفاء به ديانة، ويقضي القاضي به على الواعد، إذا كان الوعد قد تم على سبب ودخل الموعد له بسبب الوعد في شيء تطبيقاً لقاعدة «لا ضرر ولا ضرار»<sup>٦٩٤</sup>،

<sup>٦٨٧</sup> المرجع السابق، ص ٦٢.

<sup>٦٨٨</sup> المرجع السابق، ص ٦٣.

<sup>٦٨٩</sup> نشرة إصدار صكوك المشاركة. ص ٤٣.

<sup>٦٩٠</sup> المرجع السابق، ص ٤٣.

<sup>٦٩١</sup> المرجع السابق، ص ٤٤.

<sup>٦٩٢</sup> المرجع السابق، ص ٤٤.

<sup>٦٩٣</sup> المرجع السابق، ص ٤٥.

<sup>٦٩٤</sup> أخرجه الإمام أحمد، بن حنبل. ١٤٢١هـ، ٢٠٠١م. مسند الإمام أحمد. بيروت: مؤسسة الرسالة. ٥: ٥٥، رقم الحديث. ٢٨٦٥.

"والضرر يزال"<sup>٦٩٥</sup>، لأن قد يتضرر أحد المتعاقدين بتخلف أحدهما عن الوعد على سبب وقد دخل الموعد له بسبب الوعد في الشيء. وفي هذه الصورة وافق المستأجر على الإجارة، وهناك وعد من المؤجر ببيع العين المؤجرة في نهاية مدة الإجارة، وقد يكون هذا الوعد من المؤجر حد دوافع المستأجر في الإجارة. لذلك يكون الوعد من المؤجر مُلزمًا، ويجب الوفاء به ديانة، ويقضي به على الواعد، لأنه قد تم على سبب ودخل الموعد له بسبب الوعد في شيء.

#### - البيع بثمن حقيقي أو بثمن رمزي

البيع هو مبادلة مال بمال بالتراضي على سبيل التملك، ففي البيع من خلال التعريف يكون الثمن مقابل المبيع في البيع التراضي، ولا يوجد في البيع على أساس المساومة أي تقيد لمقدار الثمن، فقد يتكافأ مع الثمن أو قد لا يتكافأ ويكفي حصول التراضي عليه<sup>٦٩٦</sup>. لذلك يجوز أن يكون الثمن حقيقيًا أو رمزيًا. وهو ما ذهب إليه الدكتور/ عبد الستار أبو غدة<sup>٦٩٧</sup>، ومحمد رواس قلعة جي محمد راوس<sup>٦٩٨</sup>، ومحمد مختار السلامي<sup>٦٩٩</sup>، حيث ذكر الأخير أنه لا أثر لكون الثمن رمزيًا أو حقيقيًا، وأنه لا حرج على الرشيد العالم بما يفعل في الثمن الذي يرضى به في البيع، خاصة والبائع هو البنك له خيراؤه وهو حرص على ما ينفعه حرصًا تسنده الخبرة والعلم الاقتصادي<sup>٧٠٠</sup>. وفي هذه الصورة يتم بيع العين المؤجرة بالثمن الرمزي. ويؤجج الباحث جواز الصورة لما ذكر بأنه ليس هناك فرق بين ثمن رمزي و ثمن حقيقي، والمعتبر هو حصول على التراضي بين المتعاقدين في العقد.

٦٩٥ حيدر، علي. د. ت. درر الأحكام شرح مجلة الأحكام. بيروت: دار الكتب العلمية، ص ٣٢.

٦٩٦ أبو غدة. الإجارة. المرجع السابق، ص ١٢٩.

٦٩٧ المرجع السابق نفسه، ص ١٢٩.

٦٩٨ قلعة جي. المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة. المرجع السابق، ص ٨٧-٨٨.

٦٩٩ السلامي. الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير. المرجع السابق، ص ٣٤١-٣٤٢.

٧٠٠ المرجع السابق نفسه.

- حكم مواطأة متقدمة في تأجير العين المؤجرة لمن باعها إجارة منتهية بالتملك  
تطبيقات صكوك الإجارة في هذه الدراسة تناول عقد الإجارة المنتهية بالتملك، لذلك  
سيعرض الباحث عرضاً موجزاً عن تعريف الإجارة المنتهية بالتملك في الفقه الإسلامي  
وهي، ثم يركز على الصورة والمشاهدة تطبيقات صكوك الإجارة دون غيرها.  
الإجارة المنتهية بالتملك هي عقد طرفين يوجر أحدهما الآخر سلعة معينة مقابل أجره  
معينة يدفعها المستأجر على أقساط خلال مدة محددة تنتقل بعدها ملكية السلعة  
للمستأجر بعقد مستقل عند سداه لآخر قسط أو بشروط متفق عليها<sup>٧٠١</sup>.

وتنقسم الإجارة المنتهية بالتملك إلى صور عدة منها:

- عقد إجارة مقرونة بجهة العين المؤجرة للمستأجر في نهاية مدة الإجارة بدون الثمن  
بعقد مستقل<sup>٧٠٢</sup>.
  - عقد إجارة مقرونة ببيع العين المؤجرة للمستأجر في نهاية مدة الإجارة.  
بثمن حقيقي أو رمزي بعقد مستقل<sup>٧٠٣</sup>.
  - عقد إجارة مقرونة بجهة العين المؤجرة للمستأجر في نهاية مدة الإجارة بدون  
الثمن بعقد مستقل<sup>٧٠٤</sup>.
  - عقد إجارة مقرونة ببيع العين المؤجرة للمستأجر في نهاية مدة الإجارة بثمن  
حقيقي أو رمزي مستقل<sup>٧٠٥</sup>.
- ظهرت تطبيقات صكوك الإجارة في ماليزيا ومملكة البحرين على شكل مواطأة  
العاقدين على أن يبيع أحدهما لآخر العين بثمن معجل، ثم تأجير المشتري العين السابق

<sup>٧٠١</sup> هاما، زكريا. ٢٠٠٤م. عقد الإجارة المنتهية بالتملك. دراسة مقبولة في الفقه الإسلامي والقانون الماليزي. رسالة ماجستير في القانون المقارن، ص ٣٢.

<sup>٧٠٢</sup> المرجع السابق، عدد ١٢٢، جزء ١، ص ٣٤٥.

<sup>٧٠٣</sup> قلعة جي، محمد رواس. ١٤٢٠هـ، ١٩٩٩م. المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الفقه والشريعة. بيروت: دار الفانس، ط ١، ص ٨٦-٨٧.

<sup>٧٠٤</sup> المرجع السابق، ص ٣٤٦.

<sup>٧٠٥</sup> القرة داغي، علي عبيد الدين. ٢٠٠٢م. الإجارة وتطبيقها المعاصرة دراسة فقهية مقارنة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي. عدد ١٢، جزء ١، ص ٤٩٢.

للبيع إجارة منتهية بالتملك بأجرة محددة مؤجل أو مقسطة أكثر من الثمن المعجل الذي باعها له به، فما مدى مشروعية هذه المواطأة؟

يرى بعض العلماء والباحثين المعاصرين ومنهم: الدكتور/ حماد كمال نزيه<sup>٧٠٦</sup>، والدكتور حمداني شبيها ماء العينين<sup>٧٠٧</sup>، والدكتور/ عبد الرحمن صالح الأطرم<sup>٧٠٨</sup>، والدكتور/ عبد الله المحفوظ ابن بيه<sup>٧٠٩</sup>، والدكتور/ أحمد السالوس<sup>٧١٠</sup>، وهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية السودانية<sup>٧١١</sup>، أن تطبيقات صكوك الإجارة التي تشتمل على مواطأة العاقدين في تأجير العين المؤجرة لمن باعها، تشتمل على العينة والحيلة الربوية، وهي عبارة عن المنتج المالي المؤلف من صفقة منظومة عقدية ينضوي تحتها عقود وعود مترابطة الأجزاء متتابعة المراحل صممت على نسق معين وفقط لشروط تحكمها بوصفها معاملة واحدة لا تقبل التفكيك والانفصال وتهدف إلى تحقيق وظيفة تمويلية محددة، وبلوغ غرض معين، واتجهت إدارة العاقدين إلى تحقيقه. لذلك فإن هذا المنتج (الصفقة) في حقيقته ضرب من العينة التي قصد بها ستر القرض الربوي<sup>٧١٢</sup>. ويتفق علي بحسب الدين القرة داغي مع هذا الرأي إلا أنه جعل هذه المعاملة أقرب إلى بيع الرجاء<sup>٧١٣</sup>.

<sup>٧٠٦</sup> نزيه، حماد. ٢٠٠٧م. صكوك الإجارة في لغة القامات المالية والمصرفية. دمشق: دار القلم. عدد ١٥٥٥. جزء ٢، ص ٣٣٧-٣٣٨.

<sup>٧٠٧</sup> ماء العينين، حمداني شبيها. ٢٠٠٤م. صكوك الإجارة العرض - التعقيب والنافشة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي. عدد ١٥٥٥. جزء ٢، ص ٢٨٧.

<sup>٧٠٨</sup> الأطرم، عبد الرحمن صالح. ٢٠٠٤م. ٢٠٠٤م. صكوك الإجارة العرض - التعقيب والنافشة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي. عدد ١٥٥٥. جزء ٢، ص ٢٩٧.

<sup>٧٠٩</sup> بن بيه، عبد الله المحفوظ. ٢٠٠٤م. صكوك الإجارة العرض - التعقيب والنافشة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي. عدد ١٥٥٥. جزء ٢، ص ٣١٠.

<sup>٧١٠</sup> السالوس، علي أحمد. ٢٠٠٤م. صكوك الإجارة العرض - التعقيب والنافشة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي. عدد ١٥٥٥. جزء ٢، ص ٢٨١.

<sup>٧١١</sup> بنك السودان المركزي، فتاوى الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية، ٣: ص ١٠٢-١٠٣.

<sup>٧١٢</sup> نزيه حماد. المرجع السابق، ص ٣٣٧-٣٣٨.

<sup>٧١٣</sup> القرة داغي، علي. ٢٠٠٤م. صكوك الإجارة العرض - التعقيب والنافشة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي. عدد ١٥٥٥. جزء ٢، ص ٢٨٧. (تعريف بيع الرجاء: هو بيع أرض زراعية بسعر السوق أو أقل منه مع اشتراط البائع استرجاع المبيع (فسخ) البيع خلال فترة زمنية محددة بحيث ينفذ البيع بمرور الفترة. ولفظة رجاء: لفظة عامية دارجة في عصر الإمام الشوكاني، وهي من الإرجاء وهو التأخير أو الأجل. وقد تعني الرجاء من رجاء يرجو وهو الأمل والتمني في حصول شيء، وفي بيع الرجاء من أمل البائع ورجائه من الله استرجاع مبيعه).

ويرجح الباحث أن تطبيقات صكوك الإجارة التي تشتمل على مواطأة العاقدين في تأجير العين المؤجرة لمن باعها، تشمل على العينة والحيلة الربوية، فضلاً عن ذلك فإنها أقرب إلى بيع الرجاء، لأن القصد من هذه المعاملة هو حيلة ربوية حيث يقصد البائع استعادة ملكية العين التي باعها من مشتريها بثمن مؤجل أكثر من الثمن المعجل الذي باعها له به<sup>٧١٤</sup>. وأما ما ذكره المحيزون في أن صكوك الإجارة يفصل العقد الثاني فيها عن العقد الأول مدة طويلة، وهي كفيلة بحوالة الأسواق وتغير حال المبيع، ثم إنه قد تم الفصل بين البيعة الأولى والثانية بعقد آخر طويل الأمد، وعليه فإنه ينتقي وصف العينة. فيوافق الباحث على هذا الرأي إذا لم تكن هناك حيلة على الربا، بأن يكون تأجير العين لمن باعها إجارة عادية وليس إجارة منتهية بالتمليك أو إجارة منتهية بالتمليك التي يتم التعاقد بشراءها بالقيمة السوقية لاتنتفي حينئذ العينة. يقول ابن القيم: "ومن الحيل الباطلة والمحرمة التحيل على جواز مسألة العينة، مع أنها حيلة في نفسها على الربا وجمهور الفقهاء لتحريمها... ولا ريب أن العينة على وجهها أسهل من هذا التكلف وأقل مفسدة، وإن كان الشارع قد حرّم مسألة العينة لمفسدة فيها، فإن المفسدة لا تزول بهذه الحيلة، بل هي بحالها انضم إليها مفسدة أخرى أعظم منها وهي مفسدة المكر والخداع واتخاذ أحكام الله هزواً وهي أعظم المفسدتين"<sup>٧١٥</sup>.

المطلب الثالث: دراسة تقويمية للصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية التقويم في صكوك (التنضيض الحكمي) و (التنضيض الفعلي)

التنضيض في لغة:

ورد في مختار الصحاح<sup>٧١٦</sup>. نض الثمن: حُصِّلَ وتَمَجَّلَ، ويستنض فلان حقه من فلان أي يستنجزه ويأخذ منه الشيء بعد الشيء، ويطلق أهل الحجاز على الدراهم والدنانير: نضاً وناضاً.

<sup>٧١٤</sup> هاما، زكريا. ٢٠٠٤م. عقد الإجارة المنتهية بالتمليك. المرجع السابق، ص ٢٨٨.

<sup>٧١٥</sup> ابن القيم، محمد أبي بكر. ١٣٩٧هـ، ١٩٧٧م. إعلام الموقعين. بيروت: دار الفكر. ط ٢، ص ٣٣٣.

<sup>٧١٦</sup> الرازي، زين الدين محمد. بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي. ١٤٠٢هـ، ١٩٨٢. مختار الصحاح. بيروت: مؤسسة الرسالة، ص ٦.

كما ورد في لسان العرب<sup>٧١٧</sup>. النض: الدرهم الصامت، والناض من المتاع ما تحول ورقاً أو أعياناً، وقال ابن الأعرابي: (النض: الإظهار، خذ ما نض لك من غريمك، أي خذ ما نض من دين، أو ما تيسر، وه يستنض نض من فلان أي يسنجزه، ويأخذ الشيء بعد الشيء، ويقال: خذ صدقة مما نض من أموالهم أي ما ظهر وحصل من أثمان أمتعتهم وغيرها.

#### التنضيض اصطلاحاً:

يقصد بالتنضيض في فقه المعاملات: تحول المتاع إلى دراهم أو دنانير أو ما في حكم ذلك من النقد.

يقول أبو عبيد بن سلام<sup>٧١٨</sup>. إما يسمونه ناضاً إذا تحول نقداً (ذهب، فضة، دراهم، دنانير) بعد أن كان متاعاً، ولا فرق في زكاة التجارة بين ناض المال وغيره.

ويقول ابن قدامة<sup>٧١٩</sup> في كتاب الشركة: (إذا انفسخت المضاربة قبل التصرف والمال ناض، ولا يبيع فيه، أخذه ربه). ويقصد بالمال الناض: المال الذي لم يتحول إلى عرض بعد، وقال في موضوع آخر: والديون لا تجرى بحرى الناض، ويجب على رب العمل أن ينضضها، أي يحل الديون التي على العملاء.

ويقول المالكية<sup>٧٢٠</sup>. (إن التنضيض لازم في المضاربة بعد الشروع في العمل)، أي يجب الانتظار حتى ينض المال، ويفهم من ذلك أنه يجب على طرفي المضاربة الانتظار، حتى تتحول العروض إلى مال نقدي.

ونخلص مما سبق؛ أن مدلول التنضيض: تحويل عروض التجارة والأعيان والمنافع وما في حكم ذلك إلى نقد، وهذا المعنى لا يختلف عن المعنى في اللغة العربية السابق بيانه، وهذا ما سوف نأخذ به في هذه الدراسة.

<sup>٧١٧</sup> ابن منظور. دت. لسان العرب. بيروت: دار لسان العرب. ج ٣، ص ٦٥٨.

<sup>٧١٨</sup> أبو عبيد بن سلام. ١٤٠١هـ، ١٩٨١م. الأموال. بيروت: دار الفكر. ط ١، ص ٢٨٦.

<sup>٧١٩</sup> ابن قدامة. المغني. ج ٥، ص ٦٦٥.

<sup>٧٢٠</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٦٦٦.

## أقسام التضيض في الفقه الإسلامي:

يقسم الفقهاء التضيض في مجال المعاملات المالية إلى نوعين:

**النوع الأول: التضيض الفعلي:** ويتمثل في تحويل العروض إلى نقد من خلال عملية البيع الفعلي، والتحصيل النقدي القيمة في صورة النقد أو المال في حكمه الشرعي، وفي مجال المضاربة والمشاركة وما في حكمها: يتولى الطرفان أو رب العمل عملية التضيض واسترداد رأس المال وتوزيع الأرباح حسبما اتفق عليه<sup>٧٢١</sup>.

**النوع الثاني: التضيض الحكمي:** ويقصد به تقدير القيمة النقدية المتوقعة للعروض والأعيان والمنافع في نهاية الحول أو عند التصفية، لتكون أساساً للقياس، وتحديد حقوق الشركاء، أو حساب زكاة المال<sup>٧٢٢</sup>.

بما أن نشاط الصندوق يستمر سنوات وتمر عليه دورات زمنية متعددة، نظراً للطابع الجماعي في المستثمرين، والمخارجة بينهم فإن التضيض الحكمي هو الملائم لهذه الطبيعة وقد اعتبر بديلاً صحيحاً عن التضيض الفعلي، الذي لا يقع إلا عند نهاية مدة الصندوق بالتصفية لموجوداته<sup>٧٢٣</sup>.

وقد جاء قرار المجمع بشأن سنديات المقارضة أن مقدار الربح يعرف إما بالتضيض، أو بالتقويم للمشروع بالنقد. كما اشترطت فتاوي الحلقة الفقهية الثانية للبركة أن يتم التقويم وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة<sup>٧٢٤</sup>.

ومستند التوزيع طبقاً للتضيض الحكمي (التقويم) هو أن الرجوع للقيمة هو مبدأ شرعي في كثير من التطبيقات، وأن التقويم الدقيق يؤدي إلى معرفة الربح كما لو تمت

<sup>٧٢١</sup> حسين، حسين شحاته. ١٤٢١هـ. الأحكام الفقهية والاساس المحاسبية للتضيض الحكمي في المعاملات المالية المعاصرة. القاهرة: د ط، ص ٢١-٢٢.

<sup>٧٢٢</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٢٣.

<sup>٧٢٣</sup> موقع شبكة جريدة القبس- الكويت - على الروابط التالية: في بتاريخ ١٠-١٢-٢٠٠٩م.

<http://www.alqabas.com.kw>

<sup>٧٢٤</sup> قرار المجمع الفقه الإسلامي الدورة الرابعة رقم ٥ البند/٧.

التصفية، وأما في حالة التوزيع تحت الحساب فهو يستند إلى مبدأ جبر الخسارة بين مراحل المضاربة في حال عدم القسمة النهائية المفاصلة<sup>٧٢٥</sup>.

إنّ المصدر (المضارب) تقوم بإصدار الصكوك التي تعطي لمن يقدم ماله للمشروع (رب المال) في عملية الاكتساب، وفي المقابل يحصل على النسبة المقدرة من الأرباح حيث تم تحديد نسب الربح المتفاوتة لكل سنة من السنوات الست. ويتم توزيع هذا الربح بين رب المال والمضارب بمعدل (١:٩٩). والصكوك يتم إطفؤها تدريجيًا حيث يرد مبلغ معين كل سنة الأرباح المال على أن يتم الإطفاء الكامل في مدة ست سنوات ويكون الإطفاء بالقيمة الاسمية<sup>٧٢٦</sup>.

ويقوم المضارب بتشغيل المال عن طريق عقد المضاربة الثاني، حيث تصبح الجهة المستثمرة للصكوك هي رب المال، والمضارب هو من يقوم بتنفيذ المشروع.

هذه المعاملة أنّها قرض ربوي حيث يقدم أرباب المال الأموال لأصحابها إضافة إلى الأرباح المحددة التي كانوا يحصلون عليها خلال كل سنة. وهذه العملية ليست من المضاربة الشرعية لأنه لا يمكن أن تحدد مبالغ الأرباح قبل تقلب المال. والربح في المضاربة الشرعية يكون زيادة حقيقية على رأس مال المضاربة التي تعرف بعد تنضيض المال. أما في التجربة المالية فيتم تحديد الأرباح قبل التقلب الفعلي لأموال المضاربة<sup>٧٢٧</sup>.

هذه المعاملة من قبيل سندات القرض التي تثبت معها فائدة ثابتة للمقرضين. أن الجهة المصدرة ستضمن رؤوس الأموال لأصحابها فقط دون الأرباح، وحتى اللفظ الذي نجده في نشرة الإصدار يدل على أن المال المستخدم في المعاملة قرض. وهذا دليل آخر على أن المعاملة ليست صكوك المضاربة وإنما صكوك القرض التي تعود على المقرض بالأرباح السنوية المحددة، وبالتالي هذه المعاملة غير جائزة لأنها تضمنت الزيادة الربوية<sup>٧٢٨</sup>.

<sup>٧٢٥</sup> السرخسي، شمس الدين أبو بكر محمد بن أبي سهل. ١٩٨٦م. الموسوع. بيروت: دار المعرفة. د. ط. ج. ١٤، ص. ٢٢.

<sup>٧٢٦</sup> قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدورة الرابعة رقم ٥ البند/٧.

<sup>٧٢٧</sup> قرار المجمع الفقهي الإسلامي المرجع السابق نفسه.

<sup>٧٢٨</sup> المعلومات المتعلقة بالتجربة المالية في إصدار صكوك أخذت من شبكة الإنترنت. وقرأت به من بحث الأخ محمد بن عصمت

بجسيتش. وموقع الإنترنت في تاريخ ١٢/٨/٢٠١٠م.

وقد لخص أهم ركائز التقويم الشرعي الباحث محمد بن عصمت بحسبته في النقاط الآتية:

**قضية الربح:** يظهر من عملية الصكوك الماليزية أن الربح الذي يستحقه أرباب المال

ليس في الحقيقة ناتجاً من تقليب المال وإنما هو مبني على الفوائد الثابتة التي تم تحديدها قبل تقليب المال. ومقتضى المضاربة الشرعية أن الربح هو ما زاد على رأس مال المضاربة بعد تقلبه، وفي هذه التجربة قد تم تحديد نسبة الأرباح المستحقة قبل بداية التقليل. ولهذا كانت هذه التجربة شبيهة بالفوائد الربوية<sup>٧٢٩</sup>.

وتحديد الأرباح قبل بداية المضاربة يؤدي إلى قطع الشركة في الربح لأن المشروع قد يخسر ومع هذا تبقى لأرباب المال نسبتهم من الربح. وهذا ينافي عقد المضاربة الشرعية ويقبله إلى العقد الآخر وهو عقد القرض الربوي.

**إطفاء الصكوك:** إطفاء هذه الصكوك يكون بالقيمة الاسمية وفي هذا نجد تناقضاً لما قرره العلماء بأن إطفاء صكوك المضاربة لا بد أن يكون بالقيمة السوقية لمال المضاربة يكون بعد تقلبه قابلاً للزيادة أو النقصان. فلو افترضنا أن المضاربة أدوات لها ربحاً ثم أزمنا رب المال لكان ذلك ظلماً ونقصاً لحقه<sup>٧٣٠</sup>.

**قضية الضمان:** تجدر في التجربة الماليزية أن الجهة المصدرة للصكوك تضمن رؤوس الأموال لأصحابها. وهذا لا يلائم طبيعة عقد المضاربة المبني على القاعدة: الغنم بالغرم، حيث إدخال الضمان عقد المضاربة ويقبله إلى عقد القرض. وقد قررنا المضاربة من عقود المخاطرة ولا يصح أن يضمن رأس مال المضاربة<sup>٧٣١</sup>.

**حول عقد المضاربة الثانية:** نظم النشرة أن يتم تليل المال في هذه المعاملة عن طريق المضاربة الثانية حيث تصبح الجهة المصدرة رب المال والمضارب تمثله الجهات المقاوله القائمة بتنفيذ المشاريع. ويقترح الباحث ألا يتحدد طبيعة العقد الثاني مسبقاً - كأن ينص على عقد المضاربة - بل أن يتم تحديده عند مباشرة الأعمال حيث لا تلائم

<sup>٧٢٩</sup> قرار اللمع الفقه الإسلامي المرجع السابق، المعلومات المتعلقة بالتجربة الماليزية في إصدار صكوك أحدثت من شبكة الإنترنت.

وقرأت به من بحث الأخ محمد بن عصمت بحسبته. وموقع الإنترنت في تاريخ ١٢/٨/٢٠١٠م.

<http://www.ram.com.my/custom.cfm?name=press.cfm&id=966>

<sup>٧٣٠</sup> المرجع السابق.

<sup>٧٣١</sup> المرجع السابق.

طبيعة بعض الخدمات عقد المضاربة ويكون أنسب ترتيبها عن طريق العقود الأخرى مثل الإجارة.

توسّع بداية العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا إلى عام ١٩٨٣م، مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي هو "شركة البنك الإسلامي الماليزي المحدود"، وفي عام ١٩٩٣م دخل نظام العمليات المصرفية بدون فوائد إلى العمل، وهو النظام الذي أسس قيام سوق نقدي إسلامي في ماليزيا. وقد تضمن قانون الاستثمار الحكومي لعام ١٩٨٣م السماح للحكومة بإصدار شهادات لا تحمّل فائدة، والمعروفة باسم "شهادات الاستثمار الحكومي".

وشهادات الاستثمار الحكومي لا يقتصر التعامل بها علي "بنك إسلام ماليزيا" ولكنها أتيحت للمؤسسات الأخرى أيضاً وفي النظام المصرفي الماليزي كافة، فضلاً عن الأفراد، وتحدد العرض من إصدار هذه الشهادات في حصول الحكومة علي الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها علي مشروعات التنمية، والعائد علي هذه الشهادات لا يحدد مقدماً، وتصدر هذه الشهادات وفقاً لمبدأ القرض الحسن، وشكلت لجنة تشارك فيها جهات حكومية ودينية لتحديد عائد يورع علي حملة الشهادات، وذلك عند حلول أجل الاستحقاق، إذا كانت الشهادة لمدة عام، أو إعلان العائد بعد عام إذا كانت الشهادة لمدة أجل أكثر من العام، وتصدر الحكومة الشهادات لمدة عام أو عامين أو خمسة أعوام، وهناك شهادات بأجال أطول، وقد تجاوز الرصيد القائم من هذه الشهادات عدة بلايين من الدولارات<sup>٧٣٢</sup>.

وتعتبر (شهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذونات وسندات الخزانة)<sup>٧٣٣</sup>، وفي الوقت نفسه يمكن للبنك المركزي الماليزي

<sup>٧٣٢</sup> أسامة، محمد الفولي مجدي محمد شهاب. ١٩٩٩م. مبادئ النقود والبنوك. الإسكندرية: مصر. دار الجامعة الجديدة للنشر.

ص ١٥٨.

<sup>٧٣٣</sup> المرجع السابق، ص ١٥٩.

استخدامها بوصفها أداة من أدوات عمليات السوق المفتوحة، وأداة يستخدمها البنك الإسلامي لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية... الخ.

وقد شهدت الصكوك الإسلامية الحكومية في ماليزيا تطوراً لاحقاً، وذلك بإصدار صكوك الإجارة الإسلامية، فمثلاً في ديسمبر ٢٠٠٤م قام بنك نوريبا البحرين بإدارة عملية الاكتتاب في صكوك إسلامية لصالح ولاية (سراوك) الماليزية وكان المبلغ المطلوب للإصدار ٣٥٠ مليون دولار، في حين بلغ المبلغ المكتتب به نحو ١,٣ مليار دولار.

### تقييم التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية:

إنّ الصكوك الإسلامية التي أصدرت في ماليزيا من قبل الحكومة والمؤسسات الماليزية الخاصة، هي من نوع الصكوك المضمونة بأصول، لصيغة المشاركة، والإجارة، والبيع الآجل، والمضاربة، والملاحة على التوالي، وتعطي حملة الصكوك معدل عائد متغير<sup>٧٣٤</sup>.

### تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً:

شهد سوق الصكوك الإسلامية نمواً متزايداً خلال السنوات الماضية خلال الفترة ٢٠٠٠م حتى ٢٠٠٨م، حيث بلغ إجمالي الصكوك الإسلامية الصادرة خلال هذه الفترة ما يعادل ١١١,٥ مليار دولار أمريكي، وخاصة خلال الأعوام الثلاثة ٢٠٠٥م، ٢٠٠٦م، و٢٠٠٧م، لكن عام ٢٠٠٨م انخفض فيه سوق الصكوك الإسلامية إلى ما يقارب ٥٠% من العام السابق له، بسبب الأزمة المالية العالمية المعاصرة، والتي بدأت مع نهاية عام ٢٠٠٧م، وبداية منذ عام ٢٠٠٨م، إلا أن الحكومات توجهت نحو إصدار الصكوك، بسبب تزايد العجز في موازنتها، وبحثها في إنشاء المشاريع<sup>٧٣٥</sup>.

<sup>٧٣٤</sup> المرجع السابق نفسه، ص ١٥٩.

<sup>٧٣٥</sup> المرجع السابق، ص ١٦٠.

فضلاً عن توزيع الصكوك خلال عامي ٢٠٠٧م، ٢٠٠٨م على دول جنوب شرق آسيا (إندونيسيا، بروناي، تايلاند، الصين، ماليزيا)، ودول الخليج العربي (السعودية، البحرين، الإمارات، قطر)<sup>٧٣٦</sup>.

تقييم موجز للتجارب السابقة:

- ١- تعتبر سوق الصكوك الإسلامية سوقاً مزدهرة، حيث إن المؤسسات المالية الإسلامية تتطلع بشكل متزايد نحو الاستثمارات التي تتفق مع أحكام الشريعة، كذلك هناك كثير من الدول والمؤسسات المالية غير الإسلامية تلجأ الآن إلى إصدار صكوك إسلامية، مثل ألمانيا التي تعدّ أول دولة أوروبية أصدرت صكوكاً إسلامية، أيضاً عازمت بريطانيا، وأمريكا، وفرنسا، على إصدار صكوك إسلامية، وقد تزايد ذلك بعد الأزمة المالية العالمية المعاصرة<sup>٧٣٧</sup>.
- ٢- هناك حاجة ماسة لتوسيع قاعدة المستثمرين من خلال طرح الصكوك الإسلامية للاكتتاب العام للمجهور، حيث بلغ حجم حيازة المستثمرين الأجانب (غير المسلمين) في الصكوك الإسلامية نحو ٨٠% من إجمالي الإصدارات، كذلك لا يزال الدور الريادي في إصدار الصكوك الإسلامية يعود إلى بنوك أجنبية، وما زالت البنوك الإسلامية تترنح في أجول هذا المجال بوصفها مُصدراً للصكوك، وعدم الاكتفاء بالتسويق والتنظيم فقط.
- ٣- ما زال هذا المنتج خاضعاً لوكالات التصنيف الائتماني الأجنبية، والأجهزة المالية الدولية كالبنك الدولي، لذلك ينبغي على الخبراء والمهتمين في الصيرفة الإسلامية تحريرها من التبعية للوكالات الأجنبية، وذلك من خلال إنشاء وكالات التصنيف الائتماني الإسلامية، فضلاً عن تفعيل دور البنك الإسلامي العمومية في مسألة المشورات الفنية.

<sup>٧٣٦</sup> الناصر، لاجم حمد. ٢٠٠٩م. مقالة حول تطبيقات الصكوك الإسلامية. الرياض: المملكة العربية السعودية. ص ٢٧.

<sup>٧٣٧</sup> المرجع السابق، ص ٢٨.

٤- هناك بعض المعوقات والتحديات تقف أمام انتشار الصكوك الإسلامية، منها غياب الإطار التشريعي للصكوك غيابًا كاملاً في بعض الدول الإسلامية، أو عدم استكمالها في بعض الدول الإسلامية، إضافة إلى محدودية الأسواق المالية، وافتقارها إلى مؤسسات إلى البنية التحتية المساندة، وقلة الموارد البشرية المؤهلة للعمل في هذه الصناعة.

٥- تركزت معظم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا (إذ تم فيه إصدار ثلثي الصكوك الإسلامية العالمية)، وفي الخليج العربي (البحرين، الإمارات، السعودية، قطر، الكويت)<sup>٧٣٨</sup>.

٦- تركزت معظم الإصدارات على الصكوك المدعومة بالمشاريع والأصول، والمدعومة أيضاً بالقوائم المالية للجهة المقترضة على التوالي، كذلك معظم الإصدارات تمت من قبل الحكومات، والمؤسسات الخاصة والدولية، مثل البنك الدولي.

٧- تركزت معظم إصدارات الصكوك الإسلامية في صيغة الإجارة، تلتها صكوك المشاركة بسبب انخفاض التكلفة المالية والإدارية، ومستوى المخاطر ضمن الحدود المقبولة<sup>٧٣٩</sup>.

٨- تركزت معظم تطبيقات الصكوك الإسلامية في قطاع العقارات بنسبة ٣٥%، يليه قطاع الخدمات المالية بنسبة ٣١%، ثم قطاع الطاقة والخدمات بنسبة ١٣%، كذلك تركزت معظم الصكوك على الأجل القصيرة والمتوسطة التي تتجاوز خمس سنوات فقط.

٩- لقد سيطر الدولار الأمريكي على سوق الصكوك الإسلامية بسبب تدويل تلك الصكوك، وبالرغم من إسلامية وعروية الدول المصدرة للصكوك<sup>٧٤٠</sup>.

<sup>٧٣٨</sup> الناصر، لاجم حمد. المرجع السابق، ص ٢٩.

<sup>٧٣٩</sup> المرجع السابق، ص ٣٠.

<sup>٧٤٠</sup> المرجع السابق، ص ٣١.

إن الصكوك الإسلامية أداة استثمارية مضبوطة بضوابط الشرعية، ولا شك أن هنالك مخالفات عديدة حصلت، وتحصل في التطبيقات العلمية لهذه الأداة المالية المهمة، قد يكون منشأها القصور في الفهم وضعف التصور لدى القائمين على التنفيذ مما يعطيها في نظر المتعاملين بها صورة السندات الربوية المحرمة، وقد يكون منشأها التساهل وعدم الالتزام بالأحكام والشروط والضوابط المنظمة لإصدار الصكوك، والعمل بها، مما يجعل التعامل بها صورياً وليس حقيقياً، فلا يجد الناظر إليها فارقاً بينها وبين السندات<sup>٧٤١</sup>.

ومن ذلك أيضاً التوسع في بعض صور الاستثناءات بما يؤدي إلى ضياع الأصل المستثنى منه كما في قضية اشتراط أن لا يكون موضوع الصكوك ديوناً، وقد جاء في القرار الصادر من مجلس الجمع برقم ١٧٨ (١٩/٤) الذي عرف التصكيك وأجازه أن تكون الموجودات التي تمثلها الصكوك خليطاً من الأعيان، والمنافع والديون باعتبار أن الديون في هذه الحال ليست مقصودة، وإنما هي تابعة، والقاعدة الفقهية أنه يغتفر في التابع ما لا يغتفر في المتبوع، وقد حددت الديون في بعض القرارات بما لا يزيد على الثلث، لأنه الحد الكثرة كما جاء في حديث سعد بن أبي وقاص رضي الله عنه عندما استشار النبي صلى الله عليه وسلم: "الثلث، والثلث كثير"<sup>٧٤٢</sup>.

إلا أن بعض الاجتهادات رأت أنه لا يشترط في التابع أن يكون أقل من المتبوع مستدلة بعدة أدلة أهمها حديث شراء العبد الذي له مال، الذي رواه الشيخان عن ابن عمر رضي الله عنهما، ولفظه عند البخاري: "من ابتاع نخلا بعد أن تؤبر فثمرتها للبائع إلا أن يشترى المتبوع، ومن ابتاع عبداً وله مال، فماله للبائع إلا أن يشترط المتبوع"<sup>٧٤٣</sup>.

والملاحظ أن هذا الاستدلال بهذا الحديث وأمثاله لجواز تصكيك الديون بالغة ما بلغت إذا كانت تابعة غير مقصودة، أمر يناقض مقاصد الشريعة وأحكامها المقررة، واجتهادات الجامع الفقيه في هذا العصر، الأمور كما تنبئ القاعدة الشرعية بمقاصدها<sup>٧٤٤</sup>، والعبرة

<sup>٧٤١</sup> المرجع السابق نفسه، ص ٣٢.

<sup>٧٤٢</sup> أخرجه البخاري (١٨٥/٢، ٤٨٥/٣) ومسلم (٧١/٥) والنسائي (١٢٦/٢) وأحمد (١٧٢/١).

<sup>٧٤٣</sup> أخرجه البخاري (٢٣٧٩١٦٩١٢) وأخرجه مسلم (١٧٢١٣) رقم (١٥٤٣).

<sup>٧٤٤</sup> السيوطي، عبد الرحمن بن أبي بكر. ١٤٢٢هـ، ٢٠٠١م. الأشباه والنظائر في قواعد ولوائح الشريعة. تحقيق محمد حسن إسماعيل. بيروت: دار الكتب العلمية، ص ٥٤١.

بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني، وحديث مال العبد تدل القرائن المتحققة به، ودلالة الحال على أنه ليس بالكثير، فهو يقصد لذاته، فاغتفر شراء العبد مع ماله بالمال، مع ما يكون فيه من الربا في مقابلة أحد الجنسين الربويين بالآخر ومعه غيره<sup>٧٤٥</sup>.

ومن هنا كان الأخذ بهذا الاجتهاد مسوغاً لبيع الديون وتصكيكها، وهذا ما حضرت منه توصية الندوة التي عقدتها أمانة مجمع الفقه الإسلامي الدولي بتاريخ السبت ٢/صفر/عام ١٤٢٨ هـ. الموافق للعاشر من مارس عام ٢٠٠٧م، تنفيذاً للقرار رقم ١٥٦ (١٧/٥) بشأن استكمال صكوك المشاركة، وقد جاء في توصيات هذه الندوة ما يلي:

لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز - في عدم اشتراط كون التابع أقل من المتبوع - ذريعةً أو حيلةً لتصكيك الديون وتداولها.

وقد نقل بعض الباحثين عن موسوعة ويكيبيديا الحرة أنها ذكرت أن الصكوك الإسلامية تحايل على فكرة الربا (usury) وأنه لا فرق بينها وبين غيرها، وأن الغرب يعلم ذلك، ولكنه لا يهتم، لأن مقصوده سحب الأموال بربح ثابت حاصل عليها<sup>٧٤٦</sup>.

وهذا ما يؤكد أهمية الالتزام العميق بالشروط والضوابط الشرعية للصكوك، حتى يثبت لكل من ينظر إليها، أو يدقق فيها مفارقتها، ومخالفتها للسندات المحرمة. وللأسف الشديد أن أكثر القوانين، والتشريعات المالية العربية بعيدة كل البعد عن التصور الحقيقي لمفهوم الصكوك الإسلامية، لذلك فهي تعاملها على أساس أنها سندات دين. كما أن وكالات التصنيف الائتماني للصكوك الإسلامية لا تأخذ في اعتبارها عند تصنيف الصكوك مبدأ موافقة الصكوك للشريعة من عدلها وتعاملها على أنها أدوات دين مثل السندات التقليدية<sup>٧٤٧</sup>.

<sup>٧٤٥</sup> هذه المسألة يذكرها الفقهاء في باب الربا، وفيها تفصيل، وكثير من مآلها، وهي المشهورة عند الخطابة بحسالة مد عجرة، ومستند المانعين حديث القلادة المشهور.

<sup>٧٤٦</sup> الشيخ الغنيمي، نادر. مقال بعنوان فنوى الشيخ المنيع قد تصل إلى سواها ٢/٣/٢٠١٠م. أزمة دبي كشفت حقيقة الصكوك الإسلامية. دبي: في مجلة الاقتصادية. عدد ٨٥.

<sup>٧٤٧</sup> حمزة بن حسين الفهر الشريف. ١٤٣١ هـ، ٢٠١٠م. ضمانات الصكوك الإسلامية. حدة: بحث مقدم للندوة والصكوك الإسلامية: عرض وتقييم المنعقد في رحاب جامعة الملك بن عبد العزيز بجدة. من ١٠ - ١١ جمادى الآخر الموافق ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠م بالتعاون بين مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي.

لتقويم نشرة إصدار تطبيقات صكوك الاستصناع الماليزية؛ ينبغي مراعاة الأحكام والضوابط الشرعية لنشرة إصدار صكوك الاستثمار التي وضعها المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والتي يقوم الباحث بعرضها كآلاتي:

في شهر ربيع الأول ١٤٢٤هـ الموافق مايو ٢٠٠٣م، اعتمد المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعايير الشرعية لصكوك الاستثمار، وذلك في اجتماعه رقم (١٠) المنعقد في المدينة المنورة، وأمر المجلس بمراعاة ما يلي في نشرة الإصدار:

- أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل: وكيل الإصدار، ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الاستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم<sup>٧٤٨</sup>.
- أن تتضمن نشرة الإصدار تحديد العقد الذي تُصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المرابحة، أو الاستصناع، أو السلم، أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة، أو التزعة، أو المغارسة، أو المساقاة.
- أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفياً لأركانه وشروطه، وألاً يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.
- أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذها طوال مدته.
- أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الاكتتاب، وما يتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغ الاستثمار الشرعية.

<sup>٧٤٨</sup> المرجع السابق، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي وجمع الفقه الإسلامي.

- مع مراعاة ما جاء في المعيار رقم (١٢) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة البند ٣ / ١ / ٥ يجب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل الصك في الغنم؛ وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية<sup>٧٤٩</sup>.

- ألا تشمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرًا معينًا من الربح، لكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل، مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم (٥) بشأن الضمانات في البند ٦/٧. كما يجوز أن يقدم المصدر لمالكة بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره، مع مراعاة البند ٣/٤/١/٣ من المعيار الشرعي رقم رقم (١٢) بشأن الشركات الحديثة والعقود الواردة فيه. وهذا الشرط ينطبق على الصكوك التي يتم إصدارها من قبل المنشأة ذات الأغراض الخاصة؛ لأنها تقوم بإصدار الصكوك لمالكها. وأما الصكوك التي يتم إصدارها من قبل المنشئ نفسه؛ فهذا الشرط لا ينطبق عليها. ففي ماليزيا هناك صكوك الاستصناع تم إصدارها من قبل المنشئ نفسه، لهذا لا ينطبق هذا الشرط على نشرة إصدار تلك الصكوك<sup>٧٥٠</sup>.

- يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنيًا على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد مع مراعاة البند ٤/٢/١/٤ من المعيار الشرعي رقم (١٢) بشأن الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة<sup>٧٥١</sup>.

- يجوز أن تُصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة بالضوابط الشرعية، وقد تُصدر الصكوك دون تحديد آجال، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه<sup>٧٥٢</sup>.

<sup>٧٤٩</sup> المرجع السابق نفسه، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي وجمع الفقه الإسلامي.

<sup>٧٥٠</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. ١٤٢٤هـ، ٢٠٠٣م. المعايير الشرعية رقم ١٧. المدينة المنورة: ص ٣١٧.

<sup>٧٥١</sup> المرجع السابق، ص ٣١٨.

<sup>٧٥٢</sup> المرجع السابق، ص ٣١٩.