

## دور هيئة الرقابة الشرعية في اسواق رأس المال الإسلامية "النجربة الماليزية"

الدكتورة رقية شرون

أستاذة محاضرة "ب"

جامعة بسكرة

مقدمة:

تعتبر اسواق المالية بمكوناتها: سوق النقد، وسوق رأس المال أحد أهم مصادر تمويل التنمية الاقتصادية التي تعمل بالماوابة مع المصادر الأخرى مثل: البنوك، والمؤسسات المالية الأخرى كشرركات التأمين؛ لما توفره من بدائل عديدة في مجال التمويل خاصة مع ظهور الهندسة المالية التي ابتكرت عدة منتجات مالية ساهمت في توسيع نطاق الخيارات المتاحة للمستثمرين.

ونجاح هذه الأسواق مرتبط بشروط تحددها قواعد التعامل والنظام المالي الذي تعمل فيه، وفي ظل الاهتمام المتزايد بالمالية الإسلامية كبديل للنظام المالي التقليدي الذي أظهر فشله على جميع الأصعدة خاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة 2007، تبين أهمية وجود سوق مالية تخضع لقواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتعمل في نفس الوقت على سد الفجوة بين العرض والطلب بين متعاملي هذه السوق. غير إن وجود مثل هذه الأسواق في نظام مالي يخضع للأنظمة التقليدية قد يتعارض مع مبادئها الأمر الذي يستدعي لزاما استحداث هيئات رقابية خاصة بهذه الأسواق تهدف الى وضع الأطر الأساسية لعملها بما يتوافق مع احكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

وتعد ماليزيا من أهم الدول التي سارت اشواطاً في مجال السوق المالية الإسلامية (خاصة سوق رأس المال الإسلامية) في ظل نظام مالي مختلط، فرض عليها تأسيس هيئات رقابية خاصة بهذه السوق. ومن هنا تبرز الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة التحليلية في السؤال التالي:

ما هو دور هيئات الرقابة الشرعية في اسواق رأس المال الإسلامية في ظل العمل في نظام

مالي تقليدي لا يخضع لنفس المبادئ؟

للإجابة على هذه الإشكالية يتم معالجة النقاط التالية:

- مفهوم الأسواق المالية الإسلامية ومبادئ عملها؛
- اقسام السوق المالية الإسلامية؛
- دور هيئات الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامية- التجربة الماليزية- .

1- مفهوم الأسواق المالية الإسلامية:

بالإضافة إلى البنوك الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية (تكافل) تعتبر السوق المالية الإسلامية أحد أهم عناصر النظام المالي الإسلامي. وتعرف السوق المالية بصفة عامة بأنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار، ووحدات العجز التي هي

بحاجة إلى الموال بغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة. □

ويمكن التمييز بين نوعين أساسيين من الأسواق داخل السوق المالية هما:

- سوق رأس المال Capital Market

- سوق النقد Money Market

حيث تعرف **السوق النقدية** بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تستحق في فترة تمتد من يوم إلى سنة، حيث يقتصر التعامل في هذه السوق على البنوك فقط مع إمكانية تدخل بعض الأفراد والمؤسسات كمقرضين فقط. وتضم الأدوات المالية قصيرة الأجل: قروض بين البنوك (السوق المفتوحة)، ودائع تحت الطلب (سوق الخصم)، الأوراق التجارية، أدونات الخزينة، شهادات الإيداع. □

أما **سوق رأس المال** فهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أو عن ملكية كالأسهم، وسميت سوق رأس المال لكونها سوق يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة. □

كما تنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى أسواق أولية وثانوية: □

### السوق الأولية Primary Market

هي الأسواق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، حيث تصدر الحكومات أو المؤسسات والشركات المحتاجة للتمويل هذه الأوراق المالية لأول مرة وتقوم بطرحها في السوق الأولية، حيث تسمى هذه السوق "بسوق الإصدار"، وعموما تقوم بنوك الاستثمار الكبرى ببيع هذه الأوراق لجمهور المشترين عن طريق ما يسمى بالاكْتساب.

### السوق الثانوية Secondary Market

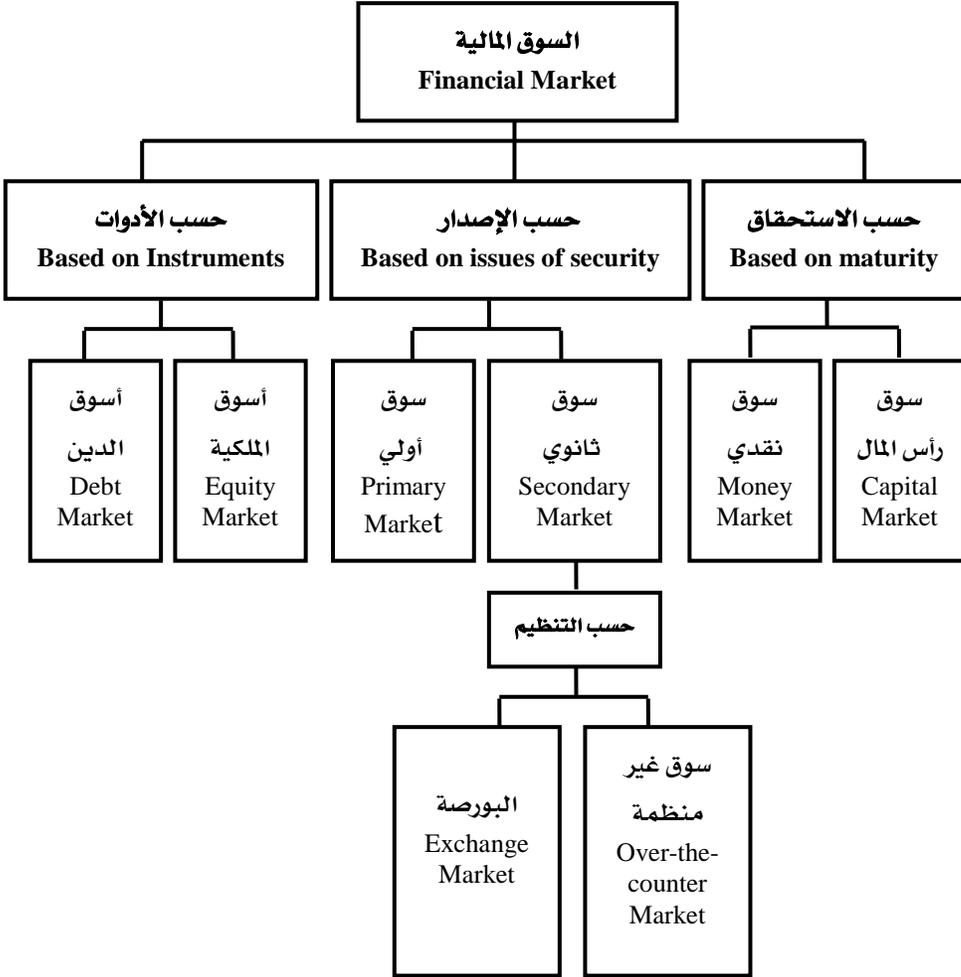
وتسمى أيضا سوق التداول والتي تتضمن مجموعة واسعة من الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل مثل: السندات (Bonds)، الأسهم (Shares)، المستقبلات (Futures)، الخيارات (Options)... الخ.

فالهدف في هذه السوق هو المتاجرة بالأوراق المالية بغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار. وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى:

البورصة Exchange (السوق المنظمة)، وسوق التداول خارج البورصة Over-the-Counter Market (السوق غير المنتظمة) والتي تتميز بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال.

أي أن الأسواق المالية تتنوع بعدة معايير هي: الأدوات فنجد أسواق الدين وأسواق الملكية، حسب الإصدار (سوق أولية وثانوية)، حسب التنظيم (البورصة والسوق الغير المنظمة)، حسب الاستحقاق (سوق رأس المال والسوق النقدية)، كما هو موضح في الشكل الموالي:

شكل 01 : اقسام السوق المالية



**Source :** Azmi Omar, Muhamad Abduh, Raditya. Sukmana, Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets. Wiley Finance Series, Asia, 2013.

أما عن السوق المالية الإسلامية فهي تعمل نفس وظائف السوق المالية التقليدية من جمع المدخرات من أصحاب الفائض أو توفيرها لأصحاب العجز، غير أن الفرق الأساسي يظهر

في مبادئ عمل هذه السوق. أي أن كل المنتجات والأدوات المالية يجب أن تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية حيث تتميز السوق المالية الإسلامية بما يلي □ :

هي سوق تقوم على مقومات الشريعة الإسلامية، تقوم بتوفير أدوات مالية متوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بصورة منظمة. (من تحريم للربا والغرر، والمشروعات المجرمة شرعا بالإضافة إلى ضرورة تقارب السعر الحقيقي والسعر السوقي)، توجد بها هيئة رقابة شرعية لمراقبة كل العمليات والحركات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

وتنقسم بدورها إلى سوق نقدية إسلامية، وسوق رأس المال الإسلامية، حيث سيتم التركيز على هذه الأخيرة.

## II - مبادئ عمل السوق المالية الإسلامية ووظائفها

### II - 1 - مبادئ عمل السوق المالية الإسلامية:

هناك مجموعة من المبادئ والأخلاقيات التي تنظم عمل السوق المالية الإسلامية. حيث كل المعاملات والأطراف العاملة في هذه السوق يجب أن تخضع لهذه المبادئ والأطر، وهي مبادئ الشريعة الإسلامية المستندة للقرآن والسنة (من المذكرة).  
بالإضافة إلى مجموعة مبادئ كما يلي □ :

- **توزيع المخاطر Risk Sharing**: حيث أن تحريم الربا يقابل توزيع الخطر في سوق رأس المال الإسلامي، فيتم توزيع المخاطر بين كل المتعاملين في هذه السوق؛
- **الارتباط بالأصل Asset-based**: فيما أن سوق الملكية يعتبر مركز رئيسي للتمويل الخارجي، فإن سوق رأس المال الإسلامي يجب أن يتعامل بأدوات مالية متعلقة بتمويل أصول حقيقية ومشاريع حقيقية تحتتمل الربح والخسارة، على عكس التمويل التقليدي الذي يقوم على أساس بيع الأموال؛
- **تحقيق العدالة بين طبقات المجتمع بتوزيع المخاطر**؛
- **التسعير Market Price**: حيث تحديد أسعار المعاملات في هذه السوق يكون باتفاق متعاملي السوق تحت إشراف الجهات والسلطات التنظيمية؛
- **العقود والثقة**: حيث تعتبر الثقة أحد أهم عناصر الإسلام لبناء كل العلاقات فلا يمكن للأسواق أن تعمل إلا بوجود الثقة في المعاملات؛
- **لا يتم تحديد العائد مسبقا**: فبتطبيق مبدأ توزيع المخاطر، وتحريم الربا، فإن المعاملات التي تخضع لمبادئ الشريعة تقتضي عدم تحديد العائد مسبقا؛

## دورهينة الرقابة الشرعية في اسواق رأس المال الإسلامية: "التجربة الماليزية"

- الإفصاح: لضمان الشفافية وانضباط السوق للمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية الإسلامية، فحسب المعايير المتضمنة في توصيات مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية سنة 2007 (رقم 4) والتي هدفت لتمكين شركاء السوق (المتعاملين) بصفة عامة، وأصحاب حسابات الاستثمار على وجه الخصوص، للوصول إلى المعلومات حول □:
- نوعية الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية؛
- هيكل رأس المال؛
- التعامل مع حسابات الاستثمار؛
- عملية إدارة المخاطر؛
- مؤشرات توزيع المخاطر مع أصحاب حسابات الاستثمار؛
- الجوانب الأساسية للحكومة العامة والشرعية؛
- الإفصاح حول بعض المخاطر والعوائد، التوافق مع الشرعية ومنتجات حسابات الاستثمار؛
- دور النوافذ الإسلامية.

وعلى الرغم من أن هذه النقاط لم تتضمن سوق رأس المال الإسلامية إلا أن زيادة التعامل بالصكوك (بلغ حجم التداول بالصكوك 66,4 بليون دولار سنة 2012) الأمر الذي شجع ضرورة تبني مبدأ الإفصاح في هذه السوق.

### II - 2 - وظائف السوق المالية الإسلامية:

يمكن حصر أهم وظائف السوق المالية الإسلامية فيما يلي □:

- المصادقة على الأدوات المالية أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والبنوك التقليدية والنوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية ومن خلال هذه المصادقة يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة مما سيشمل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية؛
- تسعى السوق إلى إعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات الشريعة الإسلامية.
- إعداد معايير محددة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداولها يتبعها كل المشاركين في السوق المالية الإسلامية.

### III - سوق رأس المال الإسلامية: الأنواع والأهمية

#### III - 1 - أنواع سوق رأس المال الإسلامية:

تعتبر سوق رأس المال الإسلامية أحد عناصر السوق المالية الإسلامية التي تضم بالإضافة إلى ذلك البنوك الإسلامية ومؤسسات التأمين (تكافل). وتنقسم هي الأخرى إلى □:

أ- سوق الملكية Equity Market: توفر المعاملات والأدوات المالية المتعلقة بالملكية

مثل:

- شهادات الاستثمار Mutual Funds
- صناديق الاستثمار العقاري الإسلامي Islamic Real Estate Investment
- المؤشرات الإسلامية Islamic Indices
- Islamic Exchange trader funds
- Islamic venture
- الملكية الخاصة Private Equity

### ب- سوق السندات الإسلامية (صكوك) Islamic Bonds:

وتعرف الصكوك الإسلامية بأنها تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول. أي أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية<sup>□□</sup>. وتضم عدة أنواع كما جاء في وثيقة هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسة المالية الإسلامية AAOIFI فيما يخص المعايير الشرعية للاستثمار في الصكوك كما يلي<sup>□□</sup>:

♦ **صكوك الملكية في الأصول المؤجرة Sukuk of ownership in leased assets** والتي تنقسم بدورها إلى:

- صكوك الملكية لحق الانتفاع بأصول موجودة؛
- صكوك الملكية لأصول مستقبلية محددة؛
- صكوك الملكية لخدمات جهة معينة؛
- صكوك الملكية لخدمات مستقبلية محددة؛

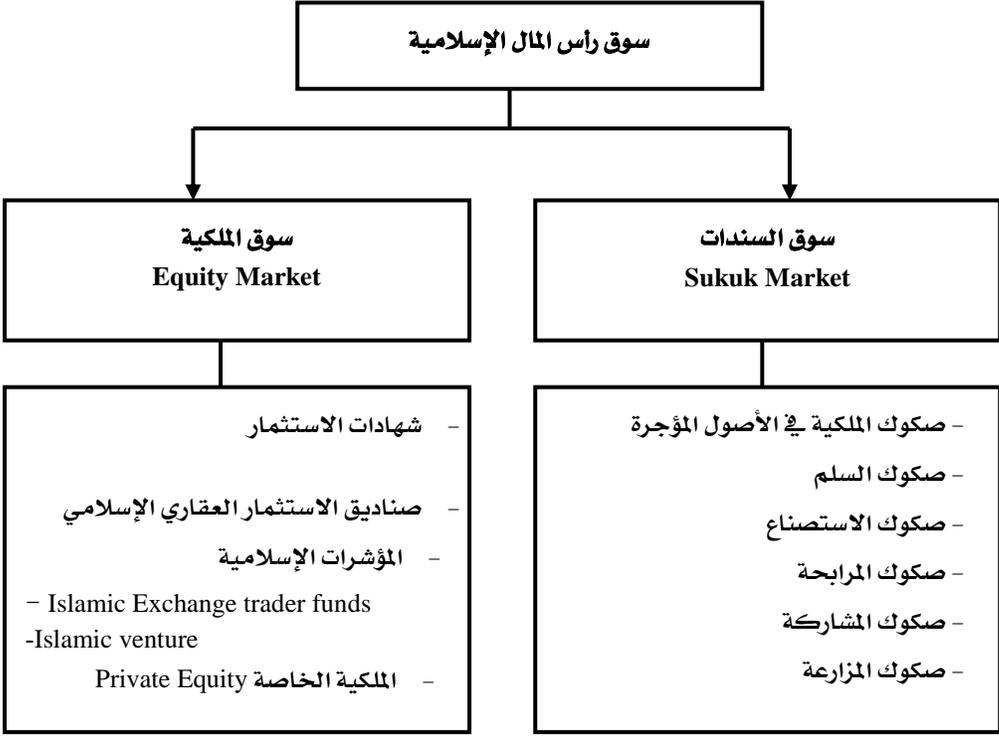
♦ صكوك السلم؛

♦ صكوك الاستئجار؛

♦ صكوك المرابحة؛

♦ صكوك المشاركة.

شكل 02: أنواع سوق رأس المال الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحثة.

III - 2 أهمية سوق رأس المال الإسلامية:

تسهل أسواق رأس المال عملية التمويل في الاقتصاد باعتبارها حلقة الوصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تعمل أسواق رأس المال الكفوة على □□ :  
❖ توفير آلية تعبئة على التجميع الفعال للموارد المالية في الاقتصاد؛  
❖ توفير السيولة في السوق بأسعار منخفضة، بتوفير أدوات مالية متنوعة وبأقل تكلفة؛  
❖ ضمان الشفافية في تسعير الأوراق المالية من خلال تحديد سعر علاوات الخطر الذي يعكس خطر الورقة المالية؛  
❖ توفير فرصة لتشكيل محفظة مالية متنوعة من الأوراق المالية ولتخفيض مستوى الخطر من خلال التنوع سواء من جهة الأوراق المالية، وكذا عبر الزمن.  
وقد ظهرت الحاجة لسوق رأس المال الإسلامية مع بداية ظهور الصناعة المالية الإسلامية، ففي سنوات 1980، 1990 قامت المؤسسات المالية الإسلامية بحشد الأموال من خلال الودائع المتزايدة التي تم استثمارها في بعض الأدوات المالية، خاصة لتمويل التجارة، غير

أن الفرص الاستثمارية المحدودة ونقص الأصول السائلة، بالإضافة إلى عوائق أخرى، جعل تشكيلة أصول المؤسسات المالية الإسلامية تقتصر على الوسائل قصيرة الأجل، ومع زيادة الطلب على التمويل الموافق لمبادئ الشريعة الإسلامية كان هناك ضرورة لتطوير سوق رأس مال إسلامي لتسهيل التمويل طويل الأجل للمؤسسات وخلق فرص لتنوع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين والوسطاء الماليين خاصة مع تحرير أسواق رأس المال في عدة دول الأمر الذي شجع على تعاون المؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية لإيجاد حلول لإدارة السيولة والمحافظ الاستثمارية<sup>□□</sup>.

كما تعمل سوق رأس المال الإسلامي على توزيع المنافع وتحقيق العدالة ليس بين متعاملي السوق وإنما لكل المجتمع.

#### IV - هيئات الرقابة في سوق رأس المال الإسلامية

كأي مؤسسة مالية، فإن سوق رأس المال الإسلامية تحتاج إلى هيئات وسلطات رقابية وتنظيمية وإشرافية لحماية أموال المستثمرين وضمان سياسات إعادة التوزيع بالإضافة إلى العمل على تجنب الأزمات المالية، وهذا من خلال وضع أطر ومعايير تنظم عمل هذه الأسواق. ويعتبر اللجنة الشرعية الإشرافية Sharia adirsory counacil الجهاز الأساسي في هيكل سوق رأس المال الإسلامي الذي يعمل على ضمان أن كل المنتجات والمعاملات التي تتم في هذه السوق تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، والمراجعة والإشراف على المنتجات الجديدة في حالات خاصة ترجع له، المتعلقة فيما إذا كانت طلبات مؤسسات خاصة مقبولة في مؤسسة مالية.

البنوك الإسلامية والمؤسسات التي تعرض منتجات مالية تحتاج لتأسيس مجلس وهيئة إشراف إسلامية لاستشارتها لضمان أن العمليات والمعاملات التي تقوم بها تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>□□</sup>.

وفي هذا الإطار نجد عدة هيئات كما يلي:

- ❖ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)
- ❖ مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) Islamic Financial Services Board
- ❖ السوق المالية الإسلامية الدولية International Islamic Financial Market
- ❖ مركز إدارة السيولة Liquidity management Center
- ❖ المنظمة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية International Liquidity Islamic Managemet Corporation

المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية  
General Council for Islamic Banks and Financial Institutions (G.C.I.B.A.F.I)

الوكالة الدولية الإسلامية للتنقيط  
International Islamic Rating Agency

## ٧- سوق رأس المال الإسلامية الماليزية ودور هيئات الرقابة

يتم في هذه الفقرة التعرف على دور الهيئات الرقابة في سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، باعتبارها سوق رائدة في التمويل الإسلامي. قبل ذلك سيتم التطرق لنشأة ومفهوم هذه السوق.

### ١-٧- أسواق رأس المال الإسلامية- ماليزيا- المفهوم والنشأة:

يعد التعامل في بداية الأمر بالأوراق المالية في سنة 1930 عند تأسيس جمعية السماسرة في سنغافورة وتعد سوق رأس المال في ماليزيا أحد أهم الأسواق الناشئة المهيمنة في المنطقة. حيث تم تأسيس أول بورصة في ماليزيا في مارس 1960، وبدأ التداول الفعلي الأسهم في ماي 1960 في بنك نيقارا « Bank Negara Malaysia » ولتنظيم العمل تم إنشاء لجنة إصدار رأس المال « Capital Issues Commiltee » في 1968 للإشراف على إصدار الأسهم وبعض الأوراق المالية للمؤسسات المدرجة أو التي سيتم إدراجها في البورصة، وبعد انتهاء التبادلات مع سنغافورة، وتعويم الدولار الماليزي، تم فصل بورصة ماليزيا سنة 1973 حيث أصبح هناك □□:

بورصة كولا لمبر Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) والتي تم تغيير اسمها سنة 2004 إلى Bursa Malaysia

وبورصة سنغافورة Singapore Exchange Market

ولا يختلف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عن أي سوق رأس مال إسلامي حيث تبقى أهم ميزة فيه هو أن كل عملياته تتوافق مع الشريعة كما سبق الإشارة إليه.

وقد بدأ الدخول الفعلي لسوق المال الإسلامية في الاقتصاد ماليزي سنة 1992 الذي جاء كانعكاس لوجود عمليات تداول أسهم إسلامية تتضمنه مؤشرات إسلامية (Islamic Indices) والصناديق الاستثمارية (Islamic Unit Trants)، وقائمة من الأوراق المسموح بها في بورصة كولا لمبر مثل تلك المصدرة من قبل هيئة الأوراق المالية □□.

حيث تعمل رأس المال الإسلامية في ماليزيا بالموافاة مع سوق رأس المال التقليدية، وهناك سببين رئيسيين وراء دعم سوق المال الإسلامي في ماليزيا هما □□:

الأزمة المالية في آسيا سنة 1997، حيث بعد الأزمة المالية الآسيوية ركزت الحكومة الماليزية على تطوير سوق رأس المال الإسلامية، وركزت خاصة على تطور المنتجات، التسهيلات الهيكلية، تطور رأس المال البشري، وتنظيمات السوق المالية؛

❖ مشاكل السيولة الناتجة عن فائض الأموال من الصناعة المالية الإسلامية والتي لا يمكن توظيفها في السوق التقليدية، مما استدعى استحداث وتدعيم هذه السوق وطرح منتجات مبتكرة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

### هناك مكونين أساسيين لسوق الأوراق المالية الإسلامية ماليزيا هما:

- سوق السندات الإسلامية (صكوك) Islamic Bonds؛

- سوق الملكية الإسلامية Islamic Equity؛

بالإضافة إلى المؤشرات الإسلامية Islamic Indices وللاشارة فإن مؤشر الشريعة فهو لا يعد أداة مالية بل مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا، ونجد في هذا الإطار □□:

❖ مؤشر رشيد حسين Rashid Hussan Berhad Shariaa Index المؤسس في 1992، وحيث أصبح المؤشر منذ 1998 يخضع لرقابة اللجنة الاستثمارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، ويخضع حاليا لمعايير داوجونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية.

❖ مؤشر الشريعة لبورصة كولا لمبور المصدر في KISE 1999

❖ مؤشر الشريعة لبورصة ماليزيا FISE الصادرة في جانفي 2007.

وبعد نجاح إصدار هذه المؤشرات الإسلامية، قامت بورصة ماليزيا (Bursa Malaysia) بتوسيع قائمة مؤشراتنا بمؤشرات إسلامية جديدة قابلة للتداول، مثل مؤشر الشريعة هجرة FBM Hijrah لمقابلة طلب المستثمرين المحليين والأجانب المتحمسين للاستثمار في الأوراق المالية الشرعية، وهذا ما زاد تنافسية سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا. حيث هناك هيئات متخصصة لتحديد هذه المؤشرات تدخل ضمن هيئات الرقابة، سيتم التطرق إليها في النقاط الموالية.

### V- 2 - الأدوات المالية المستخدمة في سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا:

لا تختلف المنتجات المالية المعروضة في سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا عن بقية المنتجات في أسواق رأس المال الإسلامية الأخرى. فنجد الأسهم كمنتوج أساسي حيث ارتفعت نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي الأسهم المتداولة في سوق رأس المال الماليزية كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 01: تطور نسبة الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة في سوق رأس المال الماليزية

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة من اجمالي الاسهم %	85	86.1	86	87	88	88	89	89	71

(2013 - 2005)

Source : Securities Commissions Annual Report( 2008-20010-2012-2013).

نلاحظ من خلال الجدول الهيمنة الكبيرة للاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة في رسملة السوق المالية الاسلامية الى اجمالي السوق، مما يفسر الاقبال الكبير للمستثمرين مع هذه الاداة.

بالاضافة الى ذلك هناك مجموعة من الاوراق المالية تقدم الى جانب الاسهم اقرتها هيئة الاوراق المالية وصادقت عليها اللجنة الشرعية الاستشارية، حيث تضمنت القائمة 653 نوع من الاوراق المالية المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية والتي تمثل 71% من 914 ورقة مالية مدرجة في بورصة ماليزيا "Bursa Malaysia". فمع نهاية 2013 بلغت رسملة سوق رأس المال الاسلامية 1.03 ترليون رنجر ماليزي بما يعادل 60.49% من اجمالي رسملة سوق رأس المال الماليزي. من بين الوراق المالية المعروضة في سوق رأس المال الاسلامية في ماليزيا: □□

❖ صناديق الاستثمار الإسلامية وهي نوع من الاستثمارات التي تتضمن جميع الاموال من عدة مستثمرين في وعاء واحد ومن ثمة تمويل استثمار متوافق مع احكام الشريعة. وقد بلغ عدد صناديق الاستثمار الاسلامية المصدرة سنة 2013 ب 178، حيث بلغت قيمة الاصل

الصافية لهذه الصناديق 42.82 بليون رنجر ماليزي؛

❖ صناديق الاستثمار العقاري؛

❖ رأس المال المخاطر؛

❖ شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل

❖ شهادات الشراء من الاسهم الجديدة: تكفل هذه الشهادة للمستثمر حق شراء عدد معين من اسهم جديدة للشركة في تاريخ لاحق ولا تلزمه بذلك، حيث تصدر بسعر محدد مسبقا، وهي قابلة للتحويل الى اسهم عادية اذا اختار صاحبها الاكتتاب في الاسهم الجديدة في فترة التنفيذ المحددة: □□

❖ شهادات الشراء من الاسهم الموجودة: عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الاسهم العادية الموجودة في البورصة الماليزية او عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين وتكون لها علاقة بالموجودات. كما لها فترة محددة، حيث بانقضاء هذه الفترة لا يكون للشهادة اي قيمة مالية وتصبح غير قابلة للاسترداد

بالاضافة الى الصكوك التي لقت رواجاً كبيراً في سوق رأس المال الاسلامية في ماليزيا، حيث بلغ حجم التداول 99.13 بليون رنجر ماليزي، بما يمثل نسبة 67% من اجمالي السندات المصدرة في نهاية 2013.

كما صادقت هيئة الأوراق المالية على ادراج الصكوك في سوق رأس المال الاسلامية الماليزية بالعملة الاجنبية ل 1 مصدر من الامارات، قطر، السعودية، تركيا، الشركات متعددة الجنسيات. وقد هيمنت صكوك المرابحة بصورة كبيرة في حجم الصكوك مع نهاية 2013 بنسبة 32.26% من اجمالي الصكوك بما يعادل 32.15 بليون رنجر ماليزي.

### 7- 3 - دور هيئة الرقابة في سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

تتمثل الهيئات الإشرافية لسوق رأس المال في ماليزيا بصفة عامة في:

❖ بورصة كولا لمبور Bursa Malaysia Berhad؛

❖ هيئة الأوراق المالية؛

❖ هيئة ديوان الخدمات المالية (LOFSA) Lubuan offshore Financial Services Authority.

وقد لعبت هيئة الأوراق المالية دوراً بارزاً في تطوير ودعم لسوق رأس المال الإسلامية باعتماد استراتيجيات فاعلة تمثلت فيما يلي:

- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامية من خلال المناقشات الدورية مع اللجنة الاستشارية الشرعية وبالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامية للتأكد من التزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة لا تتعارض مع أحكام الشريعة؛

- تعمل الهيئة بالتعاون مع بعض الهيئات الرقابية الأخرى دور مهم في تشكيل إطار تنظيمي لتقوية وتعزيز ماليزيا كمحور ومركز دولي لسوق رأس المال الإسلامية؛

- تعيين الهيئة كرئيس اللجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية لتقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامية؛

- توفير بنية تنظيمية وقانونية ورقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامية، حيث تعمل الهيئة على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم، وأصدرت في هذا المجال □□ :

## دور هيئة الرقابة الشرعية في اسواق رأس المال الإسلامية: "التجربة الماليزية"

✓ تعليمات خاصة بعرض الأوراق المالية الإسلامية Guidelines on the offering of Islamic Securities في جويلية 2004 لتسهيل تطوير الأدوات المالية المبتكرة لتلبية حاجات المستثمرين المحليين والأجانب، وتوفير المعلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا. كما ركزت على تعيين المستشار الشرعي المستقل وبيان دوره في مجال الصكوك الإسلامية؛

✓ تعليمات خاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي Guidelines for Islamic Real Estate Investment trusts في نوفمبر 2005 لتسهيل خلق قائمة أصول جديدة، وتطوير منتجات جديدة في سوق رأس المال الإسلامية، وتم صياغة هذه التعليمات وفقا للمعايير الشرعية لتوجيه الشركات الإدارية في أنشطتها المتعلقة بالاستثمار العقاري الإسلامي؛

✓ تعليمات خاصة بصناديق الاستثمار Guidelines on the offering of Unit trust Funds في مارس 2008 لتوفير المعلومات لكل فرد يرغب في تأسيس صناديق الاستثمار، وتسيير هذه الصناديق وفقا لأحكام الشريعة، والغرض من هذه التعليمات هو حماية حقوق المستثمرين؛

✓ تعليمات خاصة برأس المال المخاطر الإسلامي Guidelines and Best Practices on Islamic Venture Capital حيث تنص التعليمات على الحد الأدنى لتكوين رأس المال المخاطر الإسلامي وشركة إدارة رأس المال المخاطر الإسلامي، كما تضمنت أحسن الممارسات لتعزيز المعايير الإسلامية الملائمة في الصناعة.

وفي إطار الرقابة الشرعية التي تهدف لضمان أن كل المعاملات القائمة في سوق رأس المال الإسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ثم إنشاء الجهة الرقابية الشرعية على جزئين:

♦ قسم سوق رأس المال الإسلامي Islamic Capital Market Departement تم تأسيسه في 1994، ويهتم ب: - إقرار الأدوات المالية الإسلامية وبعض الأدوات المالية التقليدية التي تتم وفقا لأحكام الشريعة - إصدار القوانين المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامية، - تعديل القوانين التي تخالف الشريعة الإسلامية، ويتكون اعضاء القسم من مجموعة من الفقهاء للحكم في الامور الشرعية المتعلقة بفقہ المعاملات ، بالإضافة الى اختصاصيين في المالية الحديثة. ومن ثم تقديم نتائج دراسته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية للمصادقة عليها: □□

♦ مجموعة دراسة الادوات الاسلامية Islamic Instrument Studies Group: حيث أنشأت سنة 1994، تتكون من 4 اعضاء دائمين في مجال الشريعة، وعضويين من الخبراء في مجال

المالية. ويتمثل دورها في: توفير استشارات لتعزيز وتطوير سوق رأس المال الإسلامية، بالإضافة الى مناقشة القرارات المتعلّمة بالأدوات المعروضة في هذه السوق مع بقية الهيئات؛

♦ **اللجنة الاستشارية الشرعية Shariah Advisory Council** تعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الرقابية العليا التي أسست من قبل هيئة الأوراق المالية 1996 وتمارس الرقابة بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامية لهيئة الأوراق المالية الإسلامية، وتعمل اللجنة الاستشارية الشرعية على □□:

- تقديم النصائح والإرشادات لهيئة الأوراق المالية في المسائل المتعلقة بالشرعية؛
- توفير دليل شرعي لأنشطة ومعاملات سوق رأس المال الإسلامية يهدف لتطبيقات موائمة ومنظمة؛

وتستند اللجنة أساسا لأحكام القرآن والسنة كمرجع أول، وتلجأ إلى الإجماع والقياس كمصدر ثاني. ويرجع تحديد فيما إذا كانت المنتجات إسلامية أولا بالاعتماد على معايير كمية ونوعية لتحديد ملائمة الشركات للدخول إلى السوق حيث يتم المصادقة على الأوراق المالية في اللجنة مرتين في السنة في شهر أفريل وأكتوبر من كل سنة. حيث تتمثل المعايير الموضوعية من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية فيما يلي:

#### أ- المعايير النوعية:

يجب أن يكون نشاط الشركات التي ترغب في دخول سوق رأس المال الإسلامية خال من كل التعاملات غير المشروعة مثل: الربا، الضرر، الأنشطة المحرمة شرعا كالاتجار بالكحول، شركات التأمين التعاقدية، السمسرة والأسهم غير الشرعية، كما تأخذ اللجنة بعين الاعتبار مستوى مساهمة دخل الفائدة المتأتي من الفوائد الثابتة أو أدوات مالية أخرى تعتمد على الفائدة، بالإضافة إلى أن الأرباح الناتجة عن استثمارات في أوراق مالية لا تخضع لمبادئ الشريعة تعتبر غير مسموح بها في قرار اللجنة □□.

أما بالنسبة للشركات المختلطة بين نشاط محرم ونشاط مشروع فقد اقترحت

اللجنة معيارين:

- أن تكون الأنشطة الرئيسية متوافقة للشرعية، والعناصر المحرمة تمثل نسبة قليلة من نشاط الشركة خاصة فيما يتعلق بعموم البلوى والعرف وحقوق الأمة.
- أن تكون الشركة ذات سمعة جيدة في المجتمع.
- أن تكون أنشطتها للمصلحة العامة.

ب - المعايير الكمية:

وتضم مجموعة مؤشرات لقياس مستوى الخلط بين الأنشطة المشروعة والأنشطة غير المشروعة، فإذا كانت نسبة الأنشطة غير المشروعة أكبر لا تدرج أسهم هذه الشركات في السوق، وأهم المؤشرات:

- مؤشر 5% المتعلق بالأنشطة المحرمة مثل: الربا، الميسر، إذا كان نسبة تعامل الشركات أكبر من 5% يحرم على المستثمرين المسلمين شراء أنهم هذه الشركات.
- مؤشر 10% المتعلق بالأنشطة التي تستعمل عناصر تخص أغلب الأفراد ومن الصعب تجنبها مثل: فوائد الدخل من الودائع الثابتة في البنوك التقليدية والأنشطة المتعلقة بالتبغ؛
- مؤشر 20% بالنسبة للأنشطة غير المتوافقة لأحكام الشريعة مثل: دفعات الإيجار من الأنشطة يفترض أن تشارك في القمار والخمور... الخ
- مؤشر 25% المتعلق بالأنشطة التي تخدم المصلحة العامة وتؤثر على مكانة الشريعة، مثل: الفنادق، تجارة الأسهم، السمسرة وأنشطة أخرى تضمن أنشطة غير مشروعة.

♦ المركز المالي الاسلامي الدولي - ماليزيا - The Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC): حيث قامت الهيئة بالاتفاق مع كل من البنك المركزي ماليزيا، هيئة الخدمات المالية لايبيان، وبورصة ماليزيا Bursa بالإضافة إلى شركاء الصناعة من البنوك، شركة التكافل، بتأسيس المركز الدولي للمالية الإسلامية -ماليزيا- في أوت 2006 الذي يركز على: تحديد مصدر الصكوك، إدارة رؤوس الأموال الإسلامية الصناعة المصرفية الإسلامية العالمية، مؤسسات التأمين الإسلامية العالمية، وتطوير رأس المال البشري.

خاتمة:

لقد زاد الاهتمام بالتمويل الإسلامي في الآونة الأخيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2007، وما انجر عنها من فشل للأنظمة المالية التقليدية التي تعتمد أساسا على الفوائد الربوية، وبيع الأموال وبيع الديون... الخ، ومع توسع نطاق العوامة المالية وارتباط الأنظمة المالية العالمية بشقيها المالي والبنكي زادت فجوة الانهيارات الاقتصادية وإعادة النظر في النظام المالي العالمي ومبادئ عمله، وإعادة النظر في آليات التمويل. وظهرت في خضم هذه الأحداث والأزمات المالية المتكررة، موجة البحث في اعتماد التمويل الإسلامي كبديل للأنظمة التقليدية.

وتبرز اسواق رأس المال الاسلامية كمحرك اساسي في الاقتصاد كحلقة وصل بين اصحاب الفائض والعجز من خلال توفير ادوات مالية شرعية. وفي ظل أنظمة مالية مختلطة استوجب استحداث هيئات رقابية وشرافية تخضع لاحكام الشريعة الاسلامية، لتنظيم عمل

هذه الاسواق ومراقبتها من خلال وضع معايير صارمة تهدف لغربلة وتصفية الاوراق المالية لاعطاء الضوء الاخضر للشركات الراغبة في الاستثمار.

بعد هذه الدراسة الوصفية لدور هيئات الرقابة الشرعية في سوق راس المال الاسلامية في ماليزيا، نفتح افاق التمحص في اشكالية جديدة امام التحدي الكبير الذي تواجهه هذه الهيئات كما يلي:

الى اي مدى ستنجح هيئات الرقابة في الفصل في شرعية الاوراق المالية خاصة للشركات المختلطة؟؛ والى اي مدى ستنجح سوق راس المال الاسلامية في انظمة مالية غير اسلامية؟.

### الهوامش:

- 1 - نبيل خليل طه سمور، سوق الوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، إدارة أعمال، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، غزة، 2007، ص: 21.
- 2 - J.S.G. Wilson, Monetary Policy and the development of money Markets, Routledge Library. Editions Economics, Oxon, 2004, P: 258.
- 3 - مباركة بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010، ص: 7.
- 4 - James Woepking, International Capital Markets and their Importance, available at: sandovalhernandezj.people- cafc, edy r 15: pdf.
- 5 - بن الضيف محمد عدنان، نظم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، ص ص: 49-50.
- 6 - Hossein Askari, Zamir Iqdal, Abbas Mirakhor, Challenges in Economic and Financial policy formulation: An Islamic perspective, Palgrave studies in Islamic Banking, Finance and Economics, Palgrave Macmillan, U.S.A, 2004.
- 7 - Disclosure Requirement for Islamic Capital Market Products, Islamic Finance Services Board, International Organization of Securities Commissions, Securities Commission Malaysia, Report 2013, P: 8.
- 8 - نادية العتقون، العولة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتورا علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2012-2013، ص : 313.
- 9 - Ahmad Audu Maijaki, Principles of Islamic Capital Market, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences Vol 3, N°4, October 2013, P: 279.
- 10 - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودرها في تطوير السوق المالية الإسلامية تحرية السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين - مجلة الباحث، عدد 09، 2011، ص 254.
- 11- Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley and Sons, Asia, 2009.
- 12 - Zamir Iqdal, Abbas Mirakhor; An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice, Second Edition, John Wiley §Sons Asia, 2011.
- 13 - Salima H. Kassim, Global Financial Crisis and Integration of Islamic Stock Market in Developed and Developing Countries, V.R.F, Series N° 461, Dec 2010, Institue of developing economies, Japan External trade, Organization, P: 06.

<sup>14</sup> - Nouredine Kriche, **Islamic Capital Markets, Theory and Practice**, John Wiley and Sons, 2012.

<sup>15</sup> - Rosylin Mohd. Yusof and M. Shabri Abd. Majid, **Towards an Islamic Capital international financial hub: The role of Islamic capital market in Malaysia**, International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol 1, N) 4, 2008, P: 316.

<sup>16</sup> - IBID.

<sup>17</sup> - Wan Razazila Wan Abdullah, Jamal Roudaki, and Murray Clark, **'The Evolution of the Malaysian Islamic Capital Market: Towards a Global Hub'**, from the AFAANZ Global Conference (2010) <[http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75\\_FINAL\\_paper.pdf](http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf)>

<sup>18</sup> - مرجع سابق، ص 116.

<sup>19</sup> - Securities Commission Annual Report. 2013. PP : 143-135.

<sup>20</sup> - Moh Azmi Omar, Muhamad Abduh. Raditya Sukmana. **Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets**. Wiley Finance Series 2013.

<sup>21</sup> - جعفر نورليا، **سوق المشتقات الماليزية: تقدير اقتصادي وشرعي**، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، قسم الاقتصاد الاسلامي. 2006. ص: 113.

<sup>22</sup> - Wan Razazila, et al, Opcit.

<sup>23</sup> - Khairil Annar Abdullah, **The Issues and Prospects of Establishing a Sound Islamic Capital Market. Labuan International Summit on Islamic Financial and International Instruments**. Financial Park Complex. Labuan. 16-18 June 1997. P5

<sup>24</sup> - **The Islamic Capital Market, Bursa Malaysia**. [www.iefpedia.com/.../The-Islamic-Capital-Market.pdf](http://www.iefpedia.com/.../The-Islamic-Capital-Market.pdf)

<sup>25</sup> - IBID.