

أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية "سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذجاً"

- أ. مرعي على ضو*
 أ. أبو بكر صالح نصر**
 أ. عبد السراج معمر شندولة***

الملخص:

هدفت هذه الورقة إلى تبيان دور السوق المالية الإسلامية في دعم الاقتصاد وتنمية المدخرات وذلك من خلال فتح قنوات استثمارية تتسجم وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تمثل الحل والبديل الأمثل لتداول رؤوس الأموال وعلى مختلف صيغ الاستثمار التي تقرها الشريعة الإسلامية. وباعتبار أن دولة ماليزيا من أكبر الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية قمنا من خلال هذه الورقة بإجراء دراسة حول أهمية دور الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الاستثمار الإسلامي في سوق الأوراق المالية بماليزيا ودوره في التنمية الاقتصادية. وتحقيقاً لذلك اتبع الباحثون المنهج الوصفي الاستقرائي للتجربة الماليزية في سوق الأوراق المالية مع تحليل بعض المؤشرات المالية لدور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية.

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

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

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

E. Mail: abufarag70@yahoo.com

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

RETRACTED

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

مقدمة ومشكلة الدراسة:

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

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

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

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

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

المحور الأول: ماهية الأسواق المال الإسلامية ونشأتها.

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

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

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

RETRACTED**أهداف الدراسة:**

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

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

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من خلال تعرضها إلى أهمية الأسواق المالية الإسلامية وحاجة المصارف الإسلامية إلى وجودها والدور الذي تلعبه في دعم اقتصاديات الدول وتنمية مدخراتها، فضلاً إلى تسليط الضوء على أهم التجارب الرائدة في الصناعة المالية الإسلامية في العالم العربي والإسلامي.

منهجية الدراسة:

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

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

RETRACTED

تم سحب البحث

الدراسات السابقة:

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

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

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

RETRACTED

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

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

المحور الأول

ماهية الأسواق المال الإسلامية ونشأتها

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

2005، ص: 02): "هي التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية" وعرفها (السعد، 2008، ص: 19): "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة"، وعرفها (أحمد، 1995، ص: 24): "سوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة. وعرفها (موفق، 2013، ص: 19): "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تجميع الأموال في إطار شرعي".

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

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

• خالية من المضاربة غير المشروعة.

• توفر منافسة حرة وعادلة.

RETRACTED

1- نشأة وتطور السوق المالية الإسلامية:

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

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

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

RETRACTED

المحور الثاني

حاجة المصارف الإسلامية إلى وجود سوق مال إسلامية

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

RETRACTED

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

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

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

4- يعد تفعيل صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالي التقليدي، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الاستثمارية في السوق المالي الإسلامي.

5- التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، إذ أن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة المعالم على أسواق الدول الإسلامية.

6- بالإمكان العمل في سوق المال الإسلامية بالخيارات الشرعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية مثل خيار المجلس*، وخيار العيب** وهي بدائل إسلامية عن الخيارات غير الشرعية في السوق المالي التقليدي.

7- تقليل خطر الاستثمار وذلك لتنوع صيغ الاستثمار الإسلامي ولاسيما صيغة المشاركة وأفضل تنوع لصيغ الاستثمار الإسلامي لا تتم إلا في إطار وجود سوق مالي إسلامي.

8- لكون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل، ولذلك كانت الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته؛ لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية (أون، 1997، ص:221).

9- حاجة الصناعة المالية الإسلامية لتعميق وتوسيع سوق الأوراق المالية الإسلامية، مما يعود بالفائدة على جميع المؤسسات العاملة في الاقتصاد الإسلامي، ويجعل لها جاذبية أكبر في توفير التمويل لمختلف الاحتياجات والأجال، وثمة هناك علاقة إيجابية

RETRACTED

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

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

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

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

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

RETRACTED

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

تم سحب البحث

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

المحور الثالث

نظرة حول سوق المال الإسلامي الماليزي..

المفهوم، النشأة، عملياته، ومؤشراته المتداولة

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

تم سحب البحث

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

1- ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

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

• مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا:

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

الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في 09 مايو 1960، حين شكلت سوقاً منظمة مشتركة مع سنغافورة، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكوالالمبور لتداول الأسهم، وتطورت سوق الأوراق المالية تطوراً ملحوظاً خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير

RETRACTED البورصة الماليزية منذ فبراير 2001 ومن أهداف هذه الخطط:

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

أ- مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

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

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

تم سحب البحث

ب- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

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

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

• توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.

RETRACTED

• المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.

• تقديم سوق رأس المال الإسلامي على مستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.

- عمليات السوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

وهي ثلاث عمليات نوضحها فيما يلي (حرفوش، 2008، ص: 194):

أ- **العمليات العاجلة:** وهي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسلم الثمن إثناء العقد أو بعده مباشرة، ومن أهم أنواعها:

• **الشراء بكامل الثمن:** ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع له المشتري الثمن كاملاً وفوراً قبل أن يتفرقا من المجلس، وقد يتأخر التسليم ثلاثة أيام أو أكثر.

• **البيع على المكشوف:** وتتمثل هذه العملية في اقتراض مستثمر أوراق مالية وبيعها قبل تملكها عن طريق السماسرة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أخرى تماثلها في الكم والنوع وإعادتها إلى المقرض، وقد بررت اللجنة الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات بما يلي:

• تحقيق المصلحة العامة.

• توفير السيولة للسوق.

تم سحب البحث

• إن إقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الإجارة.

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

ب- المشتقات المالية:

هناك نوعين من العقود المستعملة المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها في سنة 1997، وأيضاً عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في أبريل 2006 من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وكانت أهم حججها ما يلي (جعفر، 2007، ص: 194):

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

ج- المؤشرات الإسلامية:

ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

RETRACTED

• المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز:

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

• المؤشر الشرعي كوالالمبور:

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

• أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

وتتعدد أهمية هذا السوق والتي نوجزها في النقاط التالية:

– توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

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

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

تم سحب البحث

1- الرقابة على المعاملات في السوق:

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

2- تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره:

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

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

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

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

المحور الرابع

تجربة الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

الإسلامية الماليزي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية وتعبئة المدخرات

نتناول في هذا المحور مفهوم الصكوك وأنواعها ومدى مساهمتها في تطوير

أداء البورصة في ماليزيا.

1- مفهوم الصكوك الاستثمارية الإسلامية:

هناك عدة تعاريف للصكوك المالية الإسلامية من أهمها:

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

تم سحب البحث

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

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

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

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

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

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

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

RETRACTED

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

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

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

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

تم سحب البحث

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

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

الجدول رقم(2):

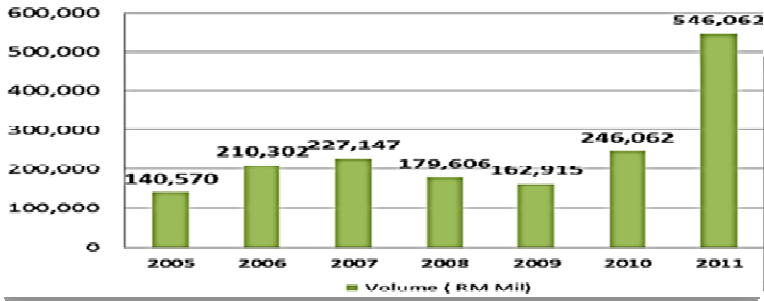
تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا.

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

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

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

RETRACTED



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

نلاحظ من الشكل رقم (1) ارتفاعاً كبيراً جداً لقيمة تداول هذه الصكوك في السوق الثانوي من 140.570 مليار ريجنت سنة 2005 إلى 546.062 مليار ريجنت سنة 2011، إلا في سنتي الأزمة 2008 و 2009، حيث انخفض أداء هذه الصكوك بانخفاض تداولها، وهذا ما يبين جاذبية هذه الصكوك للمستثمرين سواء محليين أو أجانب، وأيضاً يبين زيادة أهمية السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الماليزي كما يبينه سابقاً، ويمكن تفسيره بزيادة عمق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بسبب

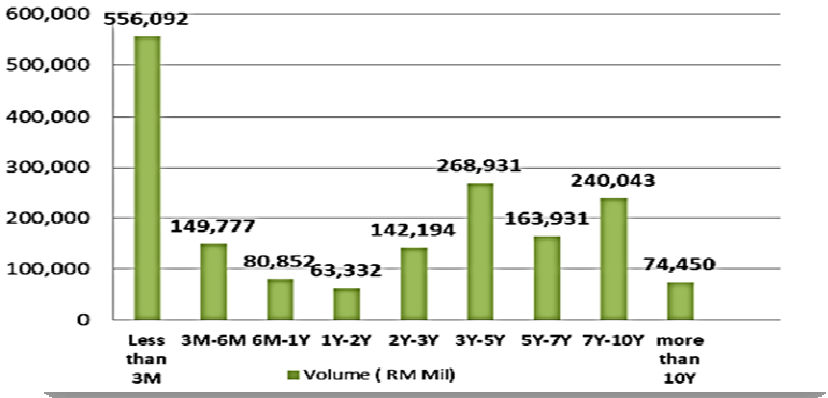
1- متوفر على الرابط التالي:

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

تاريخ التصفح: 2015/03/30.

تم سحب البحث

زيادة تنوع الصكوك والأدوات المالية الإسلامية من حيث نوع الأصل وأيضاً تنوع في تواريخ الاستحقاق كما يبينه الشكل الموالي:
الشكل رقم (2): تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2001-2010) حسب تاريخ الاستحقاق.



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

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

- تجربة الصكوك الإسلامية الماليزية مقارنة بتجارب دول العالم:

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

RETRACTED

لعدة أسباب نذكر منها (النوباني، 2010، ص: 17):

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

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

2001 إلى 2010.

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

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

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

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

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

RETRACTED

النتائج والتوصيات

النتائج:

توصلت الدراسة حول أهمية السوق المالية الإسلامية إلى مجموعة من النتائج يمكن إبرازها على النحو الآتي:

1- نجحت ماليزيا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال الاستراتيجيات المطبقة وتبين ذلك من خلال تطور هذا السوق من حيث سوق الإصدار والتداول فيه، وأيضاً محافظته على ريادته للعالم من حيث تطور عمليات الإصدار المحلية والدولية.

2- أصبح سوق رأس المال الإسلامي من أهم الأسواق الداعمة للتنمية الاقتصادية بشكل عام وللمصارف الإسلامية بشكل خاص في ماليزيا، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008م.

3- مثل السوق المالي الإسلامي الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في المصارف الإسلامية، وحقق أهدافها التنموية.

4- تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية.

5- تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع، حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية .

6- تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات

تم سحب البحث

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

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

التوصيات:

توصي هذه الدراسة بما يلي:

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

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

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

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

RETRACTED

المراجع

- 1- أبو مؤنس، رائد نصري وآخرون. 2013. "تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية". بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي. خلال الفترة 9-11 سبتمبر. اسطنبول. تركيا. ص: 03.
- 2- أحمد، محيي الدين.. أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي. سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي. الكتاب الثاني. الطبعة الأولى. 1995، ص: 24.
- 3- إقبال، منور وآخرون.. التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب. جدة. الطبعة الثانية. 2001.
- 4- براضية، حكيم.. التصكيك ودورة في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية. (رسالة ماجستير) بقسم المحاسبة والمالية. جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف. الجزائر. 2011. ص: 127.
- 5- بني عامر، زاهرة، مقالة بعنوان: "الادوات الاستثمارية الإسلامية في المصارف الإسلامية". منشورة بتاريخ: 2010/04/26. منشورة على الموقع: <http://iefpedia.com>، تاريخ الإطلاع: 2014/10/09.
- 6- جباري، شوقي وخميلي، فريد.. "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية". المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي". 1-2 ديسمبر 2010. ص: 15.
- 7- جعفر، نورليامت سعيد.. سوق المشتقات المالية، تقدير شرعي. (رسالة ماجستير) جامعة اليرموك. الأردن. 2007. ص: 194.

تم سحب البحث

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

- 16- صقر الدين، سحاسورياني.. سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته. جامعة اليرموك. (رسالة ماجستير). الأردن 2007. ص: 38.
- 17- عدنان، بن الضيف محمد.. الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة في المقومات والأدوات- من وجهة نظر إسلامية. (رسالة ماجستير) في العلوم الاقتصادية. جامعة بسكرة. الجزائر 2008. ص: 178.
- RETRACTED**
- 18- علي، عبد المنعم السيد والعيسى، نزار سعد الدين.. النقود و المصارف والأسواق المالية. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى. 2004. ص: 67.
- 19- عوجان، وليد هويل.. "إدارة المؤسسات المالية الإسلامية في عصر العولمة". من بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع العشر للمؤسسات المالية الإسلامية. غرفة صناعة وتجارة دبي. دولة الامارات العربية المتحدة. المجلس الخامس. 2005. ص: 1712.
- 20- قاض، أحمد سفر.. العمل المصرفي الإسلامي أصوله وصيغته وتحدياته. منشورات اتحاد المصارف العربية. بيروت. لبنان. 2004. ص: 289.
- 21- السعد، أحمد.. الأسواق المالية المعاصرة. دراسة فقهية. عمان: دار الكتاب الثقافي. 2008، ص: 19.
- 22- الشريف، حمزة بن حسين.. ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم. جامعة الملك عبدالعزيز. جدة. 25 مايو. 2010. ص: 02.
- 23- العقول، محمد علي.. المعوقات والتحديات التي تواجه المصارف الإسلامية. بحث مقدم لمؤتمر صيغ مبتكرة في التمويل الإسلامي، جامعة آل البيت، الأردن، عن الفترة 5-6 أبريل لسنة 2011. ص: 21.

تم سحب البحث

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

يومي 23-24 فبراير. معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. الجزائر، 2011. ص:18.

تم سحب البحث

32- موفق، بشر. تعريف سوق الأوراق المالية. منتديات موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي. الموقع الإلكتروني:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>.

تاريخ الإطلاع 2014/07/13. ص:19.

33- ناصر، سليمان.. السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي. مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. دورية ربع سنوية يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. القاهرة. العدد الحادي والعشرون. السنة السابعة. 2003. ص: 07

34- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. المعايير الشرعية. معيار رقم 17. البحرين. ص: 288.

35- هيئة الأوراق المالية. تقرير السنوي 2004. ص: 45.

36- Bursa Malaysia, History <on line>. Available at:

www.klse.com.my/website/bm/about_us/the_organisation/history.html. (14/05/2009).

37- Securities Commission Annual Report 2003 , p. 2 -44.

38- Guidelines on the offering of Islamic Securities, Securities Commission of Malaysia, 26 July 2004, p A-2.