

# الفصل السادس

واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

**تمهيد:**

على مدار العقود الثلاثة السابقة، كانت ماليزيا في مقدمة الجهود العالمية المبذولة من أجل تأسيس سوق رأس مال إسلامي ذو فعالية وقابلية للتطبيق، بحيث يمكن من توفير احتياجات للمسلمين، ويعمل على جعل منتجاته وخدماته مستقطبة وجاذبة لكل المستثمرين والمنتجين بغض النظر عن أجناسهم ودياناتهم، حيث يلعب سوق رأس المال الإسلامي دوراً أساسياً في المساهمة في الازدهار والنمو الاقتصادي لدولة ماليزيا.

بعبارة أخرى، سوق رأس المال الإسلامي ينبغي أن يكون بعيداً تماماً البعد عن أية نشاطات حرمها الإسلام؛ كالربا، الميسر والغرر، لأنها مستوحاة من مقاصد الشريعة الإسلامية، تهدف هذه التحريمات بشكل أساسي إلى نشر العدالة بحماية مصالح كل الأطراف المشتركة في نشاطات السوق الاقتصادية، إلى جانب دفع الغرر عنها. وتتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذه السوق وأهمها أدوات الملكية الشرعية، والصكوك الاستثمارية الإسلامية، حيث تمتلك ماليزيا أكبر سوق في العالم للصكوك بواقع ثلثي القيمة، كما تم تكوين مؤشرات لهذه السوق تتضمن أسهم الشركات الإسلامية لتساعد المستثمرين الذين يرغبون في العمل في هذه السوق. ومن أجل توضيح واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تم تقسيم الفصل السادس والأخير إلى مبحثين هما على التوالي:

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

المبحث الثاني: المشتقات والمعاملات والمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

## المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بين أدوات الملكية المتمثلة في الأسهم العادية وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية، والصكوك الاستثمارية الإسلامية المتنوعة ومنها: صكوك البيع بضمن آجل، المرابحة، الإجارة، الإستصناع، المضاربة، وصكوك المشاركة ، ولكل منها تقديرها الشرعي.

### المطلب الأول: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع أدوات الملكية المتوافقة مع أحكام الشريعة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة Call Warrants، وشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل أو شهادات الشراء من الأسهم الجديدة Transferable Subscription Rights-TSR/Warrants .

### الفرع الأول: الأسهم العادية.

إن سوق رأس المال الإسلامي هي من دون شك وسيلة هامة في قطاع الخدمات المالية الإسلامية ككل، وتعتبر الأسهم من أهم الأدوات الشرعية لهذه السوق لكن من المهم إجراء فحص خاص بالشريعة لتحديد مطابقة الأسهم خاصة للمستثمر المسلم، وقد طورت ماليزيا أساليبها الخاصة لفحص الأسهم.

### أولاً: الأسهم العادية المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة، وهي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا شهري أفريل وأكتوبر، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في جوان 1997، وتتيح الفرصة للمستثمرين المسلمين الاستثمار في أي قطاع، وبلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ذلك الحين 371 ورقة بنسبة 57% تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها<sup>(1)</sup>.

(1)-Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, second print, October 2005, p.108

ثانيا: معايير إقرار وتقييم الأسهم العادية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي.

حسب مقررات اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أوت 1995 تم اعتماد أربع معايير أساسية لإقرار وتقييم الأوراق المالية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وهي على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

**المعيار الأول:** أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، كما في المؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية، وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها وتعتبر خارجة عن قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، فقد نصت قرارات اللجنة أن أنشطة الشركات وعملياتها الرئيسية المبنية على عنصر الربا حرام شرعا.

**المعيار الثاني:** إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، أو الميسر، وما شابه ذلك مثل الكازينوهات التي لا تلتزم بأداب الإسلام، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ولذا يمنع المستثمرين المسلمين من المساهمة في الشركات التي تتعامل بالقمار أو الميسر في أنشطتها، وهذا يؤدي إلى إخراجها من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

**المعيار الثالث:** الشركات التي تكون عملياتها قائمة على الغرر\* كشركات التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، حيث يركز التأمين في هذه الشركات على اعتبار أن قسط التأمين من حق الشركة، وتلتزم الشركة بالتعويض عند تحقق الخطر أو الضرر الذي بسببه تم التأمين، فإن لم يحدث خطر أو ضرر كان القسط ملكا للشركة بلا عوض، وإن كان مبلغ التأمين أكثر من قسط التأمين الذي تمتلكه فإنها تلتزم بدفعه، ومن هنا يكون نوعا من القمار والغرر واضح فيه<sup>(2)</sup>، فهذا المعيار يمنع المستثمرين المسلمين من الاستثمار في هذه الشركات والتعامل معها، لأنه يعتبر من الغرر الفاحش وغير اليسير.

**المعيار الرابع:** الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج وتسويق وتوزيع المنتجات بطرق محرمة شرعا، فيحرم للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وهي تتضمن:

(1) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص135.

\* اتفق الجمهور على أن هناك ثلاثة شروط يمكن أن يعذر الغرر في المعاملات:

- إذا كان الغرر يسيرا أو بسيطا لا يمنع من صحة المعاملة والإجماع قائم على ذلك.  
- أن تدعو إلى الغرر حاجة عامة مثل معاملات مطلوبة بالمجتمع.

- أن يمكن التحرز من الغرر بلا حرج ولا مشقة، وهذا أيضا بالإجماع فإن الغرر إذا لم يمكن التحرز منه إلا بوجود الحرج والمشقة فإنه معفو عنه.

(2) - لقد قرر مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة انعقاد مؤتمره الثاني بجدة من 10-16 ربيع الثاني 1406هـ/22-28 ديسمبر 1985 بالإجماع، عدا فضيلة الشيخ مصطفى الزرقاء في تحريم التأمين التجاري بجميع أنواعه، قرار رقم: 9(2/9) بشأن التأمين وإعادة التأمين، بأن عقد التأمين التجاري ذي القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عبارة عن عقد فيه غرر كبير مفسد للعقد، ولذا فهو حرام شرعا، أما التأمين التعاوني فهو جائز شرعا بل هو أمر مرغوب فيه، لأنه يدخل في عقود التبرعات.

1- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، إنتاجها، وتسويقها.

2- توزيع لحوم الخنزير في الأسواق.

3- تقديم الخدمات اللاأخلاقية كالدعارة، والحانات، وغيرها.

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، وهناك أيضا الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني القائمة على بناء محل للقمار، والحانات وغيرها، وتعتبر هذه الشركات ملغاة من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

حيث تقوم اللجنة بتطبيق المعايير الأربعة الأساسية على الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فأى سهم يحتوي على عناصر محرمة شرعا، يتم استبعاده ولا يسمح بتداوله من قبل المستثمرين المسلمين. أما التعامل مع الشركات ذات الأنشطة المختلطة فبين الإباحة والحظر، فقد اختلف العلماء المعاصرون في حكم المساهمة في الشركات التي نشاطها الرئيسي مباح، ولكنها قد تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقتصر أو تودع بالفائدة<sup>(1)</sup>.

أما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فقد قررت جواز الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة ذات الأعمال المباحة أصلا إلا أنها تتعامل ببعض الأمور المحرمة شرعا. ولكن جواز التعامل جاء مقيدا بالضوابط الشرعية، ومنها أن يجوز التعامل بأسهم هذه الشركات سدا للحاجة الضرورية المتعلقة بعامة المسلمين، فامتناع المسلمين من شراء أسهم هذه الشركات يمكن أن يؤدي إلى توقف بعض الأنشطة التي تعتبر حيوية للمجتمع.

وحتى لا تصبح المسألة غير منضبطة قامت اللجنة الاستشارية الشرعية بوضع ضوابط ومعايير اجتهادية للحكم على شرعية أسهم تلك الشركات المختلطة، فإذا كان حجم أنشطة الشركات غير المشروعة أكثر من حجم الأنشطة المشروعة، فأسهم هذه الشركات خارجة من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا. وأهم المعايير ما يلي<sup>(2)</sup>:

**1) المؤشر 5%**: هذا المؤشر يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة ومحرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا، والقمار، والخمر، ولحم الخنزير، وإذا كانت نسبة تعامل الشركات بهذه العناصر أكثر من 5%، فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء الأسهم الصادرة من هذه الشركات.

**2) المؤشر 10%**: هذا المؤشر لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عناصر غير مشروعة، مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت من المصارف التقليدية، والأنشطة المتعلقة بالتبغ.

(1) - تم توضيح الخلاف في هذه المسألة في الفصل الثاني، المبحث الأول، المطلب الثالث، الفرع الثاني، ص 91.

(2)-Securities commission of Malaysia Annual report 2006, pp 14-15.

**3) المؤشر 25%:** يستخدم هذا المؤشر لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة المتوافقة مع أحكام الشريعة بصورة عامة ولتحقيق المصلحة العامة، ولكنه هناك عناصر أخرى تؤثر على منزلة الشريعة في هذه الأنشطة، ومنها أنشطة وعمليات الفنادق والمصايف، وتعاملات الأسهم، والسمسرة وغيرها، لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة.

وبناء على الضوابط والمؤشرات السابقة، فإن اللجنة الاستشارية الشرعية قد طرحت معايير الشركات المختلطة بين الأنشطة المشروعة والمحرمة شرعا، ومنها كما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- أن تكون الأنشطة الرئيسية للشركة متوافقة مع الشريعة، وأن تكون العناصر المحرمة المستخدمة في أنشطتها قليلة جدا في عمل الشركة وعلى وجه الخصوص ما يتعلق بقاعدة عموم البلوى<sup>(2)</sup>، والعرف، وحقوق غير المسلمين المقررة في الشريعة.

ب- أن تكون الشركة ذات سمعة حسنة من وجهة نظر المجتمع.

ج- أن تكون أنشطتها الرئيسية للمصلحة العامة، سواء كانت من المجالات السياسية أو الاقتصادية أو الاجتماعية.

مما تقدم يتضح أن الرأي القاضي بجواز الاستثمار في الشركات المساهمة في ماليزيا التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة، ولكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعا طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار الأكثر توسعا في ماليزيا، وهذا لوجود حرج للشركات في تجنب العناصر المحرمة شرعا في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا، وهذا لا يعني عدم الحاجة إلى البدائل الشرعية، والسعي لإيجادها لأن الهدف من وراء شراء أسهم هذه الشركات تغييرها نحو الحلال المحض.

مع ضرورة الاحتياط في هذه المسألة، فالمسؤولون القادرون في الشركة وفي غيرها آثمون، إذا كان هناك مجال للتغيير ولا يقوموا بذلك، ولا يعتبر هذا الاجتهاد مسوغا للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة ولو كانت بنسبة ضئيلة، بل ينبغي تقديرها والتخلص منها عن طريق إعطائها للجهات الخيرية العامة، إن هذا الجواز لا يتعدى الضرورة، وإباحة المحذور للضرورة لا تعني إباحتها مطلقة ولكن يجوز التعامل بها، ولكن بضوابط شرعية بناء على القواعد الفقهية ونصوص الفقهاء المبنية على عموم الشريعة ومبادئها.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2005, pp 14-15.

(2)- تعريفه في الاصطلاح الشرعي العام بأنه: الحادثة التي تقع شاملة مع تعلق التكليف بها، بحيث يعسر احتراز المكلفين أو المكلف منها، أو استغناء المكلفين أو المكلف عن العمل بها بمشقة زائدة تقتضي التيسير والتخفيف، أو يحتاج جميع المكلفين أو كثير منهم إلى معرفة حكمها مما يقتضي كثرة السؤال عنه واشتهاره.

ثالثا: تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011 .

جدول رقم 13: تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011.

السنوات	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي	رسملة سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة (الوحدة: مليار رنجت ماليزي)	رسملة السوق الإجمالي (الوحدة: مليار رنجت ماليزي)	نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق
2006	876	85,33%	471,47	741,25	63,59%
2007	875	86%	630,6	988,81	63,77%
2008	848	85,50%	590,075	903,75	64,06%
2009	849	87,75%	539,86	847,92	63,48%
2010	846	88%	703	1132,7	62,20%
2011	846	88,66%	776,09	1275,07	60,89%

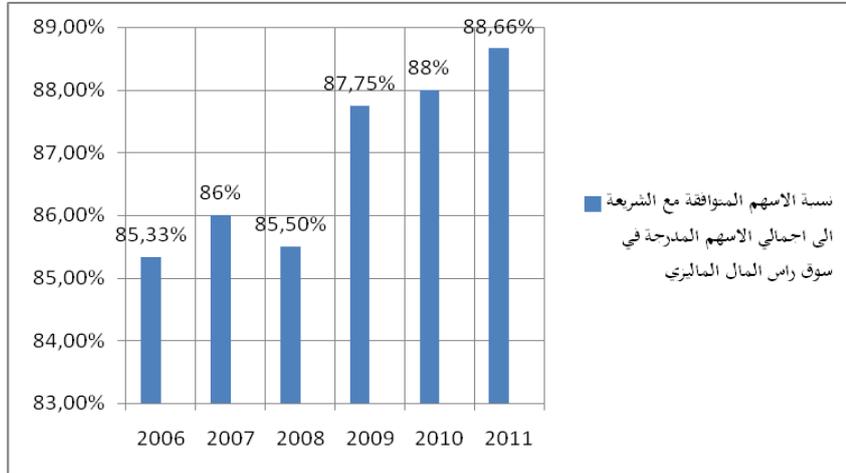
المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

#### تحليل المعطيات:

- 1- ما يمكن ملاحظته هو التطور المستمر في عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011، في مقابل الانخفاض والتراجع في عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في نفس الفترة.
- 2- عدد الأسهم الكلية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في تطور ملحوظ والسبب راجع للزيادة السنوية الواضحة في عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
- 3- وكنتيجة حتمية نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011 إلى إجمالي الأسهم المدرجة في تطور مستمر.
- 4- ويرجع سبب كون الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في السوق الماليزية أعلى من الأسهم غير المتوافقة، إلى انتشار التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين للاستثمار، بالإضافة إلى توجه الأغلبية المسلمة في ماليزيا إلى التعامل مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والى صناديق الاستثمار

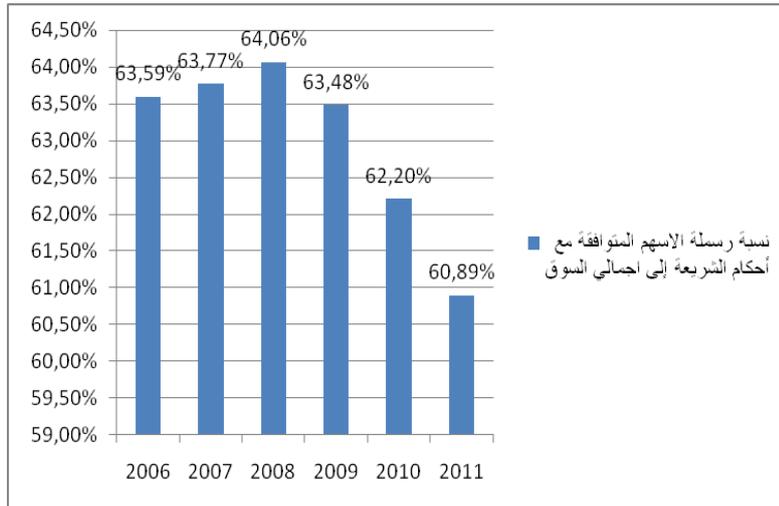
الإسلامية، حيث يمكن إدراك ذلك من خلال نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا وحجم التدفقات فيها<sup>(1)</sup>.

شكل رقم 30: تطور نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي للفترة بين 2006 إلى 2011.



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات السابقة.

شكل رقم 31: نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات السابقة.

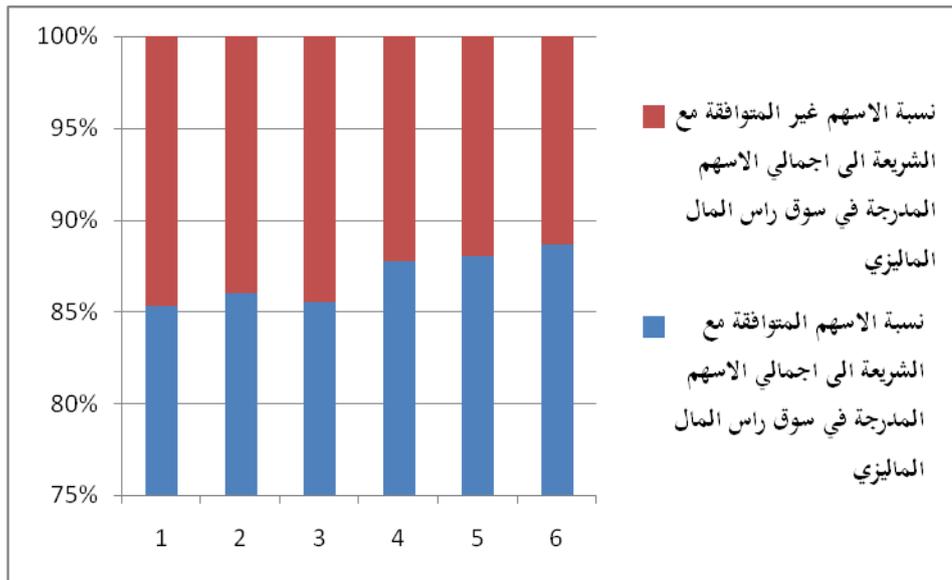
(1) - سحاسو ريانى صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 88.

## جدول رقم 14: نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى نسبة الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة

السنوات	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي	نسبة الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي
2006	85,33%	14,67%
2007	86%	14,00%
2008	85,50%	14,50%
2009	87,75%	12,25%
2010	88%	12,00%
2011	88,66%	11,34%

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة

## شكل رقم 32: نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى نسبة الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

## الفرع الثاني: شهادات الشراء من الأسهم الموجودة « Call Warrants ».

يعنى هذا الفرع بتعريف شهادات الشراء من الأسهم الموجودة المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وأهم خصائصها وقرار اللجنة الاستشارية الشرعية فيما يخص شرعية هذه الشهادات. أولاً: تعريف شهادات الشراء من الأسهم الموجودة.

وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في سوق رأس المال الماليزي أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين.

ثانيا: الخصائص الأساسية لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة.  
ومن الخصائص الأساسية لهذه الشهادات ما يلي<sup>(1)</sup>:

**1) الموجودات الأصلية Underlying Asser** : أن تكون الشهادات لها علاقة بالموجودات المحددة مثل الأسهم الصادرة عن الشركة، وتسمى هذه الأسهم بالموجودات الأصلية، وهذه الشهادات تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية الأسهم العادية بثمن محدد ويتم الاتفاق عليه مسبقا في فترة محددة.

**2) سعر التنفيذ Exercice Price** : وهو السعر الذي على أساسه تنفذ هذه الشهادات، وعادة ما يكون سعر التنفيذ هو سعر السوق للموجودات الأصلية مثل الأسهم في تاريخ التعاقد، فهو السعر الذي يمكن أن يشتري به حامل الأسهم في حالة خيار الشراء أو يبيع بها الأسهم في حالة خيار البيع إذ يستطيع الاختيار لتنفيذ الشهادات، ويحدد سعر تنفيذها في فترة إصدار الشهادات ذاتها.

**3) فترة التنفيذ Exercice Period** : إن فترة صلاحية هذه الشهادات محدودة، وبعد هذه الفترة فإن هذه الشهادات ليس لها قيمة مالية وغير قابل للاسترداد.

ثالثا: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية بشأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة.

اعتبرت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في اجتماعها الرابع في 26 جوان 1995، بأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة تعتبر إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور إسلامي بشرط أن تكون الأسهم الأصلية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، وإن لم تستند إلى هذه الأسهم فلا تعتبر أداة مالية. وتم اعتماد التعامل بها بعد الدراسة المتعمقة، والاطلاع على حقيقة شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، وتم إصدار القرار بجواز التعامل بها في السوق لأنها متوافقة مع أحكام الشريعة، وذلك وفقا للعوامل التالية<sup>(2)</sup>:

- 1- إن هذه الشهادات تحقق النظرة الإسلامية للمال من حيث حق التملك\* والحق المالي\*\*، ويمكن أن يسمح التداول بها في عملية البيع حسب شروط البيع وأركانه والآداب التي لا تتنافى مع أحكام الشريعة.
- 2- العرف المعمول به حاليا أن هذه الشهادات لها قيمة مالية في فترة معينة وقابلة للتداول بها، كما أنها شهادات معترف بها من الحكومة الماليزية، حيث تسمح لحاملها حق شراء شيء معين في فترة محددة، وذلك حسب قيمته الاسمية، ويسمح بتداولها في السوق الماليزي.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2009, p3.

(2)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, 2010, p.54

\* هو مجرد الإمكان والصلاحية للملك شرعا.

\*\* فهي التي تتعلق بالأموال ومنافعها ويستعاض عنها بما ل أي التي يكون محلها المال أو المنفعة، مثل الأعيان المالية، حيث يمكن بيعها والاستعاضة عنها بما، كحق البائع في الثمن، والمشتري في المبيع ونحوها، وكذلك يعتبر حق الدين وحق التملك يشملان في الحقوق المالية فتعتبر هذه الشهادات من حقوق مالية لأنها تتعلق بالمال الذي يكون محلها الأسهم الموجودة في البورصة.

3- فترة التنفيذ لهذه الشهادات سعرها محدد ومعلوم، لذا فهي ليست مجهولا قدرا وصفة، وإذا بيعت في السوق الثانوية يتحدد سعرها حسب العرض والطلب من قبل البائع والمشتري، وفي هذه الحالة ينتفي عنصر الغرر.

4- يكون انتقال الملكية تاما إذا جرت هذه الشهادات من البائع إلى المشتري، فلا حاجة إلى قبض حقيقي عيني " الأسهم " في هذا الشأن.

5- شراء هذه الشهادات ليس مظنة شراء حق الخيار الذي منح بمقتضى عقد البيع، وإنما العقد منح للمشتري حق شراء مجموعة من أسهم الشركة الموجودة في فترة معينة، وله الاختيار في شراء الأسهم أم عدمها وليس الالتزام به.

ومن الجدير بالذكر، أن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلى الأسهم العادية القائمة والمتداولة في سوق رأس المال الماليزي، وكل ما يتعلق بالمال (وفي هذه الحالة هو الأسهم) فله قيمة مالية، ولكن إذا كانت الشهادات لا تستند إلى الأسهم، فهي لا تعتبر مالا بل تعد حقا مجردا ولا يجوز التعامل بها من منظور شرعي، ومن الشروط الأخرى لجواز التعامل بهذه الشهادات من منظور شرعي ما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- يجب على البائع والمشتري الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في عملية البيع حسب شروطه وأركانه.

ب- أن تكون الأسهم الأصلية لهذه الشهادات وفقا لأحكام الشريعة، والتي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

ج- أن يكون سعرها محدد مسبقا ومعلوما للابتعاد عن عنصر الغرر.

الفرع الثالث: شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

### Warrants / Transferable Subscription Rights-TSR

يعنى هذا الفرع بتعريف شهادات الشراء من الأسهم الجديدة المدرجة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وأهم خصائصها وقرار اللجنة الاستشارية الشرعية فيما يخص شرعية هذه الشهادات.

أولا: مفهوم شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

وهي شهادة يقوم المستثمر بشرائها تكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم جديدة للشركة في تاريخ لاحق ولا تلزمه بذلك، تصدر من الشركة بسعر محدد مسبقا بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية فيما يسمى بسعر التنفيذ في فترة معينة، ليس لها قيمة مالية بعد فترة محددة، وتعرف بشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لأنها قابلة للتحويل إلى الأسهم العادية إذا اختار حاملها الاكتتاب في الأسهم الجديدة في فترة التنفيذ المحددة.

(1)- نور ليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص112.

ثانيا: الفرق بين شهادات الشراء من الأسهم الجديدة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة.

إن شهادات الشراء من الأسهم الجديدة قريبة من شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، إلا أنهما تختلفان في الأمور التالية<sup>(1)</sup>:

- 1) **الجهة المصدرة:** إن الجهة المصدرة لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي شركات الوساطة المالية، في حين الجهة المصدرة لشهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الشركات المدرجة في سوق رأس المال الماليزي.
- 2) **الأسهم الأصلية:** تعتبر الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة أسهما قائمة في سوق رأس المال وليست إصدارات جديدة من شركات الوساطة المالية (لكن هذه الشهادات يجب أن تستوفي المتطلبات من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية)، بينما الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الأسهم الجديدة التي ستصدر من قبل الشركات ذاتها.
- 3) **مدة الاستحقاق:** إن مدة الاستحقاق لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي سنتين على الأكثر وأما شهادات الاكتتاب القابلة للتداول لها مدة استحقاق تصل إلى عشرة سنوات.
- 4) **عائد الشركة:** إن إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة لا يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة أو سيولة الأسهم فيها لأنها تصدر من قبل الوساطة المالية، بينما إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول يكون بهدف الحصول على سيولة من الأسهم الجديدة أو زيادة رأس مال الشركة.

ثالثا: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية بشأن شهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

لقد قررت اللجنة في اجتماعها السادس بتاريخ 5 أكتوبر 1995، بأن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور شرعي، وتقوم خصائصها على أساس النظرة الإسلامية للمال (كما هو الحال في شهادات الشراء من الأسهم الموجودة)، ولا تدخل في إطار بيع المعدوم\*، فارتباط هذه الشهادات بمسألة بيع المعدوم متعلقة بكمية الأسهم التي ستصدرها الشركة واكتتاب حامل

(1)- المرجع السابق، ص 118.

\* إن بيع المعدوم أحد أنواع البيع الباطل، كما قال النووي: بيع المعدوم باطل بالإجماع، ودليله نهي رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر ونهي الرسول عن بيع الإنسان ما ليس عنده فقد اتفقت المذاهب على أنه لا ينعقد بيع المعدوم وما له خطر العدم، كبيع نتاج النخيل، وبيع الحمل الموجود لأنه على خطر الوجود، وبالرغم من ذلك، إن رأي بعض الحنابلة من ابن القيم وابن تيمية قد أجاز بيع المعدوم عند العقد إذا كان متحقق الوجود في المستقبل بحسب العادة، كما هو الحال في عقد السلم والاستصناع، لأنه لم يثبت النهي عن بيع المعدوم لا في الكتاب ولا في السنة ولا في كلام الصحابة، وإنما ورد في السنة النهي عن بيع الغرر، وهو ما لا يقدر على تسليمه، سواء أكان موجودا أم معدوما كبيع الفرس النافر والحمل الشارد، فليس العلة في المنع لا العدم ولا الوجود، بل إن الشرع صحح بيع المعدوم في بعض المواضع، فنراه أجاز بيع الثمر بعد بدء صلاحه، والحب بعد اشتداده، ومعلوم أن العقد إنما ورد على الموجود والمعدوم الذي لم يخلق بعد، وعلى هذا فيبيع المعدوم إذا كان مجهول الوجود في المستقبل باطل للغرر لا للعدم، فالأصل إذن هو الغرر، ولقد ناقشت اللجنة الاستشارية الشرعية بيع المعدوم في اجتماعاتها الدورية في عام 1995 و 1997 فيما يتعلق بقضية حق الشراء من الأسهم الجديدة، وعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام حيث جاء قرارها بأنها جائزة في هذه الحالة وقابلة للتداول بما من منظور إسلامي.

الشهادات بهذه الأسهم فقط، لذا فإن الاجتماع قرر أن يبيع المعلوم لم يثبت خلال التعامل في هذه الشهادات بل تعتبر بيع الموجود، وفقا للمسوغات التالية<sup>(1)</sup>:

**1) من حيث خصائص شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل:** يجب أن تكون معلومة من حيث كميتها وصفتها ومقدارها ونوعها وثمنها.

**2) من حيث جهة الشركة المصدرة للأسهم الجديدة ومن حيث فترة الإصدار:** أن تقوم الشركة بإصدار هذه الأسهم في فترة زمنية معينة.

إن علة تحريم بيع المعلوم هو الغرر، وبذلك إذا كان حدث بيع المعلوم بدون عنصر الغرر حيث المعقود عليه موجود بالتأكيد والقدرة على التسليم في فترة محددة، ومعلوم الصفة والمقدار والتمن، فإنه بيع جائز شرعا. وبناء على هذه الفكرة، فإن شهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لا تعتبر شيئا غير موجود ولا تتعلق ببيع المعلوم. وحسب التجربة الماليزية، عادة تصدر السندات التي تشمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة لتحويل معا Bonds with warrants"، وتصبح الجهة مصدرة للسندات وللأسهم الجديدة في نفس الوقت، وهي نوع من أنواع السندات الصادرة من الشركات الخاصة المدرجة في البورصة الماليزية، وتعرض الجهة المصدرة هذه السندات بقيمة اسمية للمكتب الأول "الدائن"، وبالتالي يفصل المكتب شهادات الاكتتاب القابلة للتداول عن السندات ويبيعها إلى حملة الأسهم أو للجهة المصدرة في السوق الثانوية، والسندات من هذا النوع والتي تم فصلها عن الشهادات لها سعر فائدة منخفضة ويتم بيعها للمستثمرين في السوق الثانوية بسعر الخصم للحصول على معدل العائد المناسب<sup>(2)</sup>.

والملاحظ أن هذه الشهادات مرتبطة بشيء محرم شرعا "السندات التقليدية" مع أنها ليست حراما في ذاتها، وبناء على ذلك فقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأنها حرام لغيرها وليست لذاتها، وحرمت التعامل بهذه الشهادات إذا كانت لا تنفصل عن السندات عند التعامل بها، أما إذا كانت هذه الشهادات تتداول بشكل منفصل عن السندات فيجوز التعامل بها في السوق من منظور شرعي.

في التجربة الماليزية، غالبا ما تباع هذه الشهادات بشكل مستقل عن السندات في السوق، وليست لها علاقة بالسندات الصادرة معها في وقت إصدار السندات وبعد انفصالها من السندات، فيسمح التداول بها حسب العرض والطلب من البائع والمشتري في السوق الثانوية (في البورصة الماليزية للأوراق المالية)، فأصبح حينئذ جائزا للمسلمين شراؤها، وإذا أصدرت هذه الشهادات بالأدوات المالية الإسلامية في وقت إصدارها، فليست فيها إشكال في جواز التعامل بها<sup>(3)</sup>.

(1)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, 2009, p.44

(2)- نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص178.

(3)- Resolutions of the Securities Commission Syariah Advisory Council, Securities Commission of Malaysia, 2008, p13.

استنادا لما سبق فإن قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والذي يقضي بجواز التعامل بالسندات التي تشتمل عليها شهادات الاكتتاب القابلة للتداول معا، ولكن بشرط أن يكون انفصال بين السندات وهذه الشهادات من المكتتبين بعد إصدارها من الجهة المصدرة، لأن هذه الشهادات فقط يجوز التداول بها من منظور شرعي طالما كانت الأسهم الأصلية لهذه الشهادات متوافقة مع أحكام الشريعة، وتعتبر هذه الشهادات مالا كما سبق بياؤها، بينما السندات حرام التداول بها لذاتها لأنها تدخل في مسألة الربا المحرمة، لذا يجوز للمستثمرين المسلمين التعامل بهذه الأداة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة في السوق الماليزي ما دامت وفقا للشروط التي تم بياؤها، وتوفر الأمان والحماية للمستثمرين بحيث تعمل على تقليل المخاطر من تقلبات أسعار الأسهم في السوق الماليزي.

### الفرع الرابع: صناديق الاستثمار الإسلامية Islamic Unit Trust Funds:

إن صناديق الاستثمار الإسلامية هي جزء متجذر في سوق رأس المال الإسلامي، حيث يتم تسييرها وفقا لمبادئ الشريعة ويتم الاستثمار فيها فقط لأصول مالية مطابقة للشريعة كالأسهام الحلال والإيداعات الإسلامية، وتُجند الصناديق الإسلامية لجان شريعة تقدم نصائح وتضمن مدى موافقة تسيير عمليات وحقائب الاستثمار لمبادئ الشريعة، وبموجب القانون في ماليزيا تحتفظ الصناديق الإسلامية بلجان الشريعة.

#### أولاً: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية.

صناديق الاستثمار الإسلامية هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية، والمعاملات الإسلامية، على سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وصناديق الصكوك الإسلامية.

لقد بدأت الصناديق الإسلامية المحلية في التواجد منذ انطلاق أول صندوق إسلامي سنة 1993 تحت اسم الائتكال تابونغ العربي الماليزي الذي تديره شركة برهاد للائتمان العربية الماليزية، ومنذ ذلك الوقت عرف القسم الإسلامي من شركات الائتمان نموا هائلا وصارت هذه الصناديق شيئا فشيئا قبلة المستثمرين للمشاركة في سوق رأس المال الإسلامي<sup>(1)</sup>.

#### ثانياً: التعليمات على صناديق الاستثمار Guidelines on Unit Trust Funds

أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية التعليمات على صناديق الاستثمار في عام 2002م، وهي تقدم المعلومات والإجراءات المعنية بهذه الصناديق لتوجيه المستثمرين قبل الاستثمار فيها، هذه التعليمات لحماية حقوق

(1)- Mohamed akram laaldin, **shariah approved securities screening process in Malaysia**, the 15th annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006, p09.

المستثمرين، وفي هذه التعليمات طرحت بندين فيما يتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا هما (1):

- 1- البند رقم 18: المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق، الذي ينص على أن يلتزم الصندوق بمبادئ الشريعة في المعاملات الإسلامية القائمة فيه، وهذا البند قد طبق بالفعل في 1 جانفي 2003م.
- 2- البند رقم 19: تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة فيما يتعلق بالمعاملات فيها، هذا البند قد طبق بالفعل في 10 جويلية 2002م.

ثالثا: تطور صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

إن أصول الصناديق الاستثمارية العالمية في الأسواق العالمية وصلت إلى 60 مليار دولار بنهاية عام 2011، وأن النسبة الأكبر من هذه الأصول تتركز في السوقين السعودي والماليزي، حيث بلغ عددها 876 صندوقا، وذلك ارتفاعا من عددها في عام 2010 والذي بلغ 812 صندوقا، ويعود السبب في هذا النمو المتواضع والذي جاء بأقل من المتوقع لصناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، إلى الاضطرابات في أسواق الأسهم وسط التقلبات الاقتصادية العالمية طوال 2011(2).

أما من حيث التوزيع الإقليمي للصناديق الاستثمار الإسلامية، فلا يزال المستثمرون من المملكة العربية السعودية يسيطرون على الحصة الأكبر في السوق، حيث تمثل الصناديق الاستثمارية الإسلامية من المملكة العربية السعودية نسبة 42.4% من إجمالي الصناعة، وتأتي ماليزيا في المركز الثاني حيث أنها تسيطر على أكثر من ربع الأصول لصناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، أما من حيث متوسط الموجودات لكل صندوق، فإن الولايات المتحدة تأتي في المقدمة وبشكل واضح، حيث أن متوسط حجم الموجودات لكل صندوق يبلغ 516.9 مليون دولار، في حين أن كلا من السعودية وجنوب أفريقيا تحوزان على متوسط حجم الموجودات لكل صندوق عند 102.6 و 95.8 مليون دولار على التوالي، فإن الصناديق الاستثمارية في كل من ماليزيا وجنوب إفريقيا وباكستان واندونيسيا هي الوحيدة فقط من بين صناديق الدول العشر الأولى من حيث حجم الأصول التي كانت صناديقها الاستثمارية رابحة وسجلت أرباحا في عام 2011(3).

على الرغم من التحديات التي تواجهها في الاقتصاد العالمي، فإن الصناديق الاستثمارية الإسلامية تستمر في النمو مع آفاق أكثر إشراقا بعض الشيء في 2012 مما كان عليه الحال في 2011، يشار إلى أن الثروات في البلدان الإسلامية ما تزال تسجل نموا قويا على خلفية النمو الاقتصادي الجيد وارتفاع أسعار النفط، مما يدفع إلى زيادة عجلة الطلب على الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، كما وأن تزايد الوعي بمنتجات إدارة الثروات

(1) -Securities commission of Malaysia, Annual report 2004, p p 2-29.

(2) <http://www.al-seyassah.Com> 2012-03-10. 2011 أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في

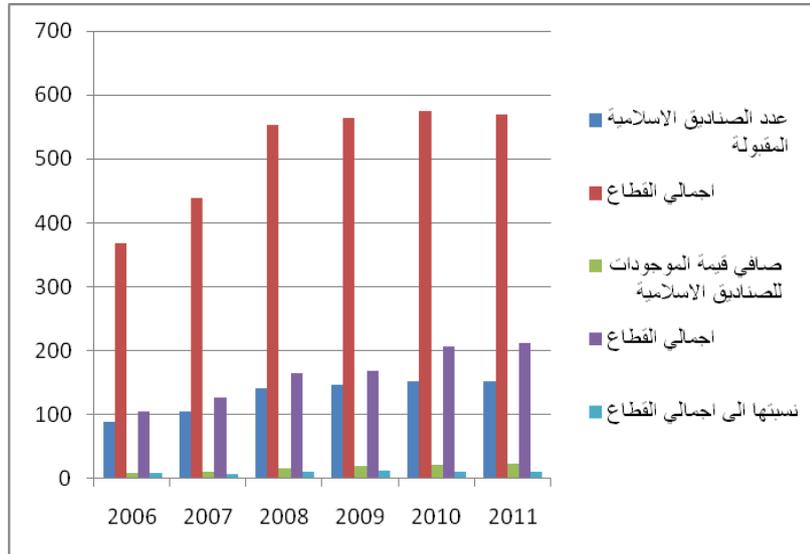
(3) - المرجع السابق.

الإسلامية وخدماتها يساعد في جذب المزيد من الأموال من المستثمرين، في حين أن الأداء الجيد يساعد الصناديق الاستثمارية الإسلامية في اختراق الأسواق المالية الأكثر تطورا وتلبية الاحتياجات المتطورة للمستثمرين. جدول رقم (15): تطور عدد الصناديق الإسلامية المقبولة وصافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا من 2006-2011.

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
عدد الصناديق الإسلامية المقبولة	89	106	142	147	153	153
إجمالي القطاع (العدد الإجمالي للصناديق)	369	438	554	564	574	570
صافي قيمة الموجودات للصناديق الإسلامية	8,67	10,14	17,2	20,04	22,61	22,79
إجمالي القطاع (إجمالي صافي قيمة الموجودات للصناديق)	105,76	126,43	165,8	169,37	206,49	211,5
نسبتها إلى إجمالي القطاع	8,23	7,73	10,85	11,91	10,96	10,7

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

شكل رقم 33: تطور عدد الصناديق الإسلامية المقبولة وصافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

تحليل المعطيات:

نلاحظ نمو مستمر في عدد الصناديق الإسلامية المقبولة من إجمالي القطاع، وكذا تطور صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى إجمالي القطاع في ماليزيا في الفترة 2006-2011.

**المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.**

في التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الاستثمارية الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>1</sup>، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وصكوك إسلامية حكومية خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي، ويمكن تصنيف الصكوك الاستثمارية الإسلامية حسب الجهات المصدرة كما يلي:

**(1) الصكوك الإسلامية الحكومية:**

الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي Government Investment Certificates GIC، وتم إصدارها في أوائل عام 1983، وتعتبر هذه الشهادات أولى الشهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية، وفي جوان 1983، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية « Government Investment Issues-GII »، وهي شهادات استثمارية تم تطويرها والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدما<sup>(2)</sup>، وهذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات<sup>(3)</sup>، وحاليا يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وهذه الطريقة ساهمت في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامي في السوق الماليزي تطورا كبيرا<sup>(4)</sup>.

**(2) الصكوك الإسلامية للشركات:**

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات\*، عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، وحاليا تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل، والمراجحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة<sup>(5)</sup>.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2007, p36.

(2)- Bank Negara Malaysia, Annual Report, 2009.

(3)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2006, p 18.

(4)- <http://www.bnm.gov.my>

\*- كانت معروفة سابقا بالصكوك الخاصة بالمدىونية الإسلامية « Islamic Private Debt Securities ».

(5)-<http://iimm.bnm.gov.my/index.php>

## الفرع الأول: صكوك البيع بضمن آجل/ المراجعة.

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المدائيات مثل صكوك البيع بالضمن الآجل وصكوك المراجعة.

## أولاً: تعريف صكوك البيع بضمن آجل/المراجعة.

من الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالضمن الآجل والمراجعة بأنها "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى وإصدارها قائم على أساس البيع بالضمن الآجل والذي يعرف بأنه "العقد الذي يشير إلى بيع المبيع (وفي هذه الحالة تشير إلى الموجودات) بضمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً ووقت معلوم لدفع القيمة المتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين.

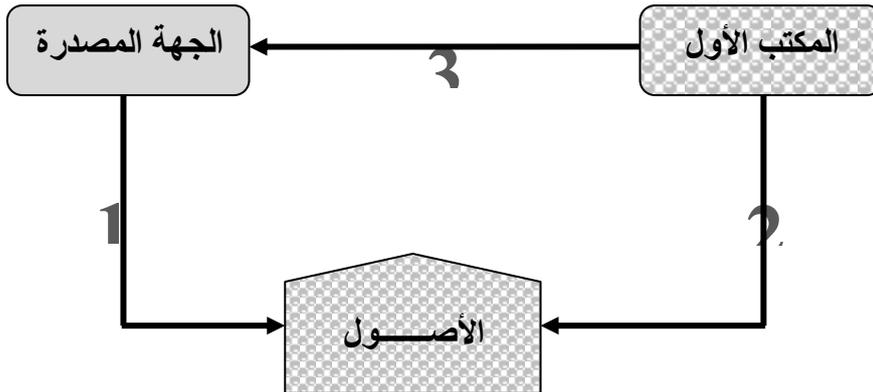
## ثانياً: الفرق بين صكوك البيع بضمن آجل والمراجعة.

إن تعريف المراجعة متقارب من تعريف البيع بضمن آجل حيث تمثل "زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو بالتقسيط والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين<sup>(1)</sup> والاختلاف الأساسي بين الصكوك البيع بالضمن الآجل والمراجعة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالضمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل "خمس سنوات فأكثر" وأما صكوك المراجعة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل "ومن سنة إلى خمس سنوات"، وقصيرة الأجل "من ثلاثة أشهر إلى سنة"<sup>(2)</sup>.

## ثالثاً: آلية إصدار صكوك البيع بضمن آجل/المراجعة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يمكن تلخيص خطوات الإصدار في الشكل التالي:

شكل رقم (34): آلية إصدار صكوك البيع بضمن آجل/ المراجعة في ماليزيا



المصدر: سحاسو ريباني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص94.

(1)- Securities commission of Malaysia, Annualreport 2005, p11.

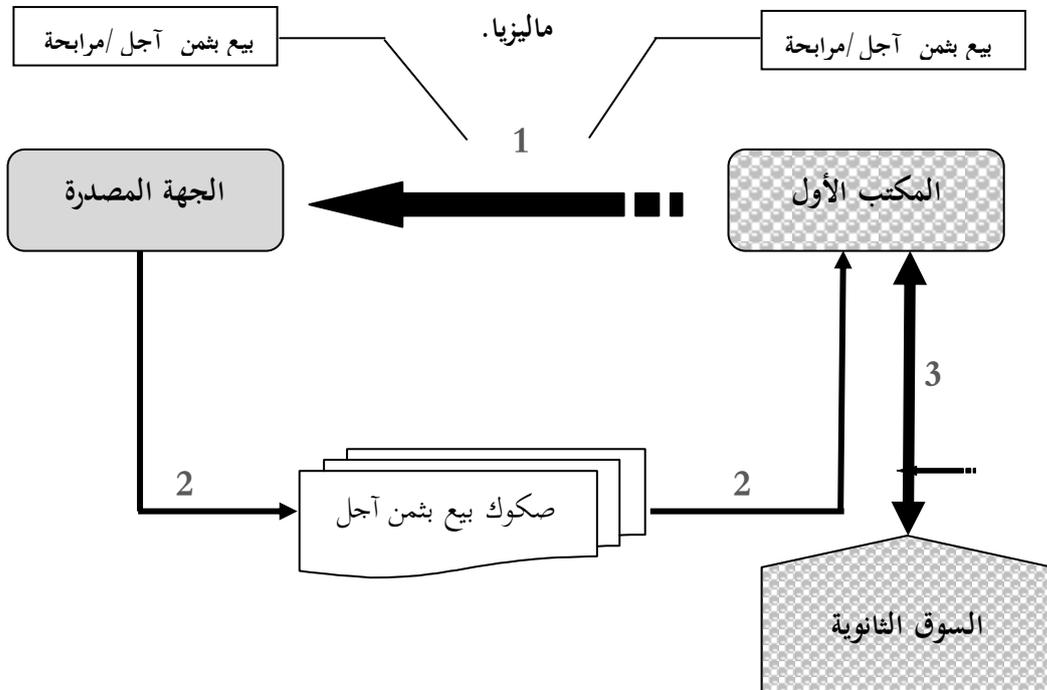
(2)- سحاسو ريباني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص94.

وتتم الآلية وفق الخطوات التالية: (1)

1. تعين الجهة المصدرة، الأصول التي ستحرزها من قبل جهة المكتب الأول.
  2. تشتري جهة المكتب الأول تلك الأصول بقيمة معينة ولتكن 100 مليون رينغيت ماليزي نقدا.
  3. تبيعها ثانية إلى الجهة المصدرة (صاحب الأصول الأول) بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة وليكن بقيمة 124 مليون رينغيت ماليزي مثلا على أساس البيع بالثمن الآجل أو المراجحة.
- أما عملية التصكيك فتعتبر الخطوة الثانية في إصدار هذه الصكوك في التجربة الماليزية وتقوم وفق الخطوات التالية:

1. بعد إعادة الأصول من جهة المكتب الأول إلى الجهة المصدرة بثمن مؤجل أعلى من ثمن الحال وهذا البيع قائم على البيع بثمن آجل أو المراجحة.
  2. تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المراجحة بهذه القيمة باعتبارها إثبات دين لها لدى جهة المكتب الأول.
  3. ثم يقوم بعد ذلك المكتب الأول ببيعها في السوق الثانوية وتداول هناك.
- ويمكن إعادة ترجمتها بالشكل التوضيحي التالي:

شكل رقم (35): عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بثمن آجل / المراجحة في سوق رأس المال الإسلامي في



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 193.

(1)- المرجع السابق، ص 95.

رابعاً: التقدير الشرعي لصكوك البيع بضمن آجل/المرابحة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا<sup>(1)</sup>:

بما أن آلية قيام هذه الصكوك قائمة على عملية بيع العينة المتمثل في شراء الأصول من الجهة المصدرة بضمن نقدي وإعادة بيعها لها بضمن أعلى من المشتري به وآجل وهذا هو أصل بيع العينة، جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية في اجتماعها بتاريخ 29 جانفي 1997م، واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقضي بجواز بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالضمن الآجل والمرابحة.

وكانت حججها قائمة على النقاط التالية:

(1) تطبيق بيع العينة لتحقيق المصلحة العامة في التغلب على مسألة نقص السيولة.

(2) الاعتماد على قوله تعالى: ﴿ وأحل الله البيع وحرم الربا ﴾<sup>(2)</sup>.

(3) اللجوء إلى هذا البيع في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وهذا من أجل رفع الضرر الأكبر وهو الربا

المحرم شرعاً، وبناء على هذه القاعدة فإنها البيع أفضل من عمل عناصر أخرى محرمة شرعاً.

كما وافقت اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي الماليزي على قرار اللجنة الاستشارية لهيئة

الأوراق المالية الماليزية الذي يقضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالضمن الآجل والمرابحة.

إن قرار هاتين اللجنتين في ماليزيا حول بيع العينة يختلف اختلافاً تاماً عن قرار مجمع الفقه الإسلامي، لأنه

يعتبر هذا البيع صورة واضحة للتحايل على مقاصد الشريعة الإسلامية، لذا قرر مجمع الفقه الإسلامي لرابطة العالم

الإسلامي في دورته الخامسة عشر المنعقد في مكة المكرمة بتاريخ 11 رجب 1419 هـ الموافق 31 أكتوبر

1998م، بعدم جواز هذا البيع في موضوع حكم بيع التورق، فلا يجب اللجوء إلى مثل هذا التحايل لأنه يفتح

باب الربا من حيث تم إغلاقه، أما من حيث تداول هذه الصكوك وبالنظر إلى هذه الأخيرة فإن بيعها يعتبر من

قبيل بيع الدين لغير المدين.

أما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فقد جاء في اجتماعها الثاني بتاريخ 21 أوت

1996م بأنه يجوز بيع الدين للمدين نفسه أو لغيره، وهو يعتبر إحدى قواعد تشكيل وتنظيم الأدوات المالية في

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وفي اجتماع آخر لها، عقدته قبل الاجتماع المذكور سابقاً أكدت فيه اللجنة

بأن العلة في تحريم بيع الدين من بعض الفقهاء كان لأسباب معينة منها: مخاطر تمس المشتري عندما لا يقدر البائع

على تسليم المبيع، والغرر، والربا، وعدم التقابض<sup>(3)</sup>

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص194.

(2) - سورة البقرة، الآية رقم 275.

(3) - سحاسو ريان صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص112.

ومن حجج هذه اللجنة على جواز بيع الدين في توسيع وعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مايلي: (1)

يجوز بيع الدين بثمان حال لأنه لم يوجد نص على حرمة هذا البيع إلا الحديث المتعلق ببيع الكالئ بالكالئ، وهو ما فسره العلماء ببيع الدين بالدين أما هنا القبض حالا. وبناء على هذا الدليل، فقد جاء قرار اللجنة بأن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا على أساس بيع الدين بثمان حال جائز، هو مختلف عن بيع الكالئ بالكالئ.

إن القرار الصادر عن اللجنة الاستشارية الشرعية استند إلى آراء بعض الفقهاء التي تبيح بيع الدين بشروط معينة (المذهب المالكي)، وعلى هذا الأساس قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الذي يرى أن هذه الشروط تنضبط أو تتحقق عليه، في حالة وجود نظام للرقابة منظم وفعال وذلك بهدف ضمان المصلحة العامة وحماية حقوق المتعاملين، مسايرة في ذلك لأهداف اللجنة.

ومن جهة أخرى فإن اللجنة ترى أن هذه الصكوك تباع حالا لا آجلا وبقيمتها الاسمية، هذا ما ينفي انطباق الكالئ بالكالئ عليها.

خامسا: تطور صكوك البيع بثمان آجل /المرابحة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2011-2006.

جدول رقم (16): تطور إصدار صكوك البيع بثمان آجل/المرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2011-2006):

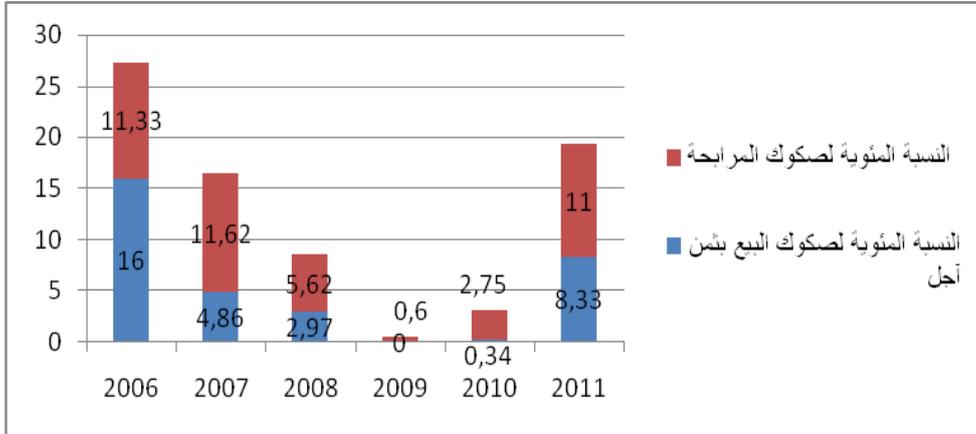
السنوات	2011	2010	2009	2008	2007	2006
النسبة المئوية لصكوك البيع بثمان آجل	8,33	0,34	0	2,97	4,86	16
النسبة المئوية لصكوك المرابحة	11	2,75	0,6	5,62	11,62	11,33
النسبة المئوية لصكوك البيع بثمان آجل والمرابحة من مجموع الصكوك المصدرة في سوق رأس المال الاسلامي الماليزي	19,33	3,07	0,6	8,59	16,48	27,33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن إعادة ترجمة الجدول إلى الشكل البياني التالي:

(1) المرجع السابق ، ص110.

الشكل رقم (36): تطور إصدار صكوك البيع بضمن آجل/المرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2006 - 2011).



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

### تحليل المعطيات:

لقد سيطرت صكوك البيع بضمن آجل وصكوك المرابحة على سوق الصكوك الماليزية وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدرين، إلى أن تم إصدار صكوك الاستصناع وذلك سنة 2003، ثم تعاود الارتفاع سنة 2004م وذلك لاعتمادها في مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية، ليعاود هذين الإصدارين الانخفاض ابتداء من سنتي 2005 و2006.<sup>(1)</sup> وهما سنتا إصدار صكوك المشاركة والمضاربة، وهذا نتيجة عزوف المصدرين عن هذه الصكوك لما فيها من نقاط شبيهة.

### الفرع الثاني: صكوك الإجارة.

يتطرق هذا الفرع إلى تعريف صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدار كل من صكوك الإجارة الدولية والمحلية في هذه السوق، ثم تطور صكوك الإجارة المحلية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011.

#### أولاً: تعريف صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموحودات المؤجرة، وهي "وثائق متساوية يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها"، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية

(1) Securities Commission, Annual Report 2004, pp.2-22

على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها، وإصدار هذه الصكوك من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة<sup>(1)</sup>.

ثانيا: آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا.

تعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا، ففي 3 جويلية 2002م، كانت الحكومة الماليزية قد أصدرت صكوك الإجارة الدولية الماليزية Malaysian Global Sukuk المتداولة في البورصة لابوان المالية العالمية Labuan International Financial Exchange LFX بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007، وهي أول الصكوك الإسلامية الدولية الرائدة على المستوى العالمي، وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي، لاسيما المستثمرين المسلمين من الشرق الأوسط، وأشرف على تنظيم وترتيب هذه الصكوك شركة Dubai's Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)، وأدرجت في بورصة لابوان المالية العالمية<sup>2</sup>، وكان إصدارها وفق الخطوات التالية<sup>3</sup>:

#### 1- مراحل الإصدار:

أ- بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أرض بـ600 مليار دولار من اللجنة الفدرالية للأراضي Federal Lands Commission.

ب- عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية.

ج- إصدار الصكوك.

د- دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك.

هـ- تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع.

و- دفع أقساط التأجير من طرف الحكومة الماليزية للجنة.

ي- تقديم أقساط دورية لحملت الصكوك.

م- بيع الأصل عند التصفية النهائية.

ن- تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية.

ك- تسديد قيمة البيع لحملت الصكوك وانتهاء العملية.

3- تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا: يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية)

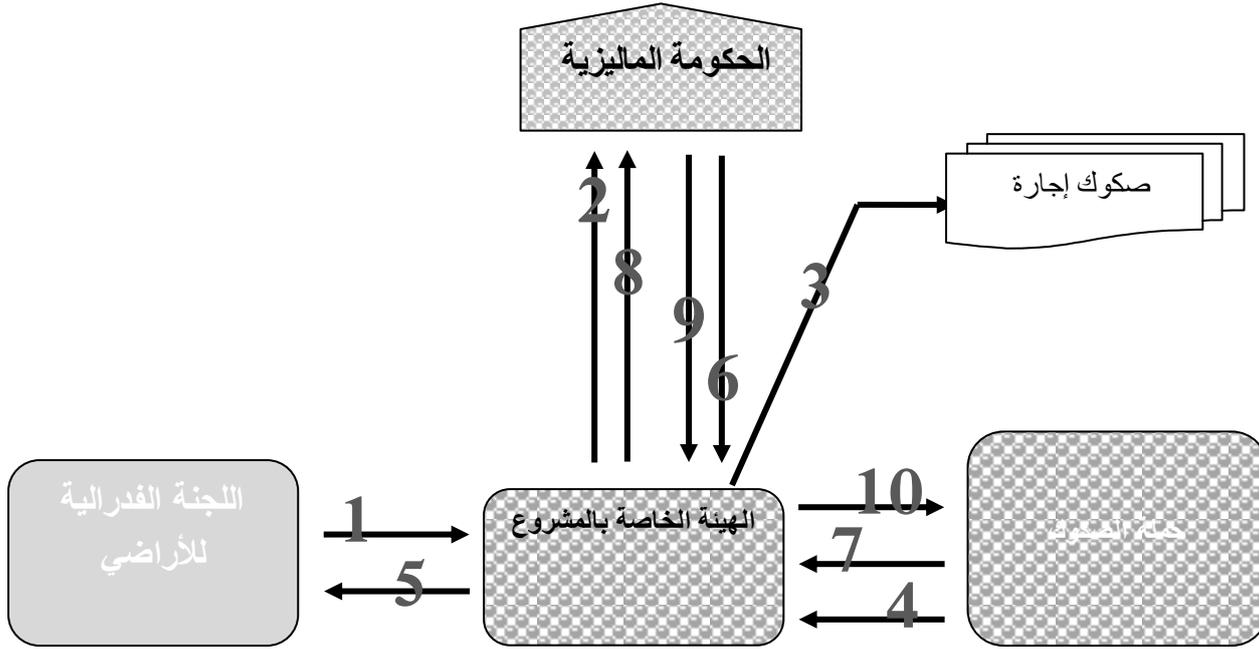
في ماليزيا وفق الشكل التالي:

(1)- Securities Commission, Annual Report 2005, p25.

(2)- Securities Commission, Annual Report 2005, p24.

(3)- بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص200.

شكل رقم (37): آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا.



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص201.

ثالثا: آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا.

في جوان 2004 أصدرت شركة إنكرس المحدودة Ingress Corporation Bhd أولى الصكوك الإسلامية على أساس عقد الإجارة بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي على المستوى المحلي، وقد جاء إصدار هذه الصكوك بناء على نفس طريقة إصدار الصكوك الدولية الماليزية، وتعتبر أحد المعالم البارزة لسوق رأس المال الإسلامي وفقا للمعايير الشرعية المحلية والعالمية، وبهذا التطور يتوقع أن أكثر الجهات المصدرة المحلية ستطبق أساس الإجارة في إصدار الصكوك الإسلامية القابلة للتداول على المستوى العالمي، وهي تتيح الفرصة للاكتتاب المتزايد للصكوك الإسلامية من قبل المستثمرين الدوليين لاسيما المستثمرين المسلمين في الدول العربية، وتتيح الفرصة الأمثل لهم للاستثمار في ماليزيا<sup>(1)</sup>.

ويمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا بالمراحل التالية<sup>(2)</sup>:

- 1- تباع الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك إنكرس المحدودة (ICB) Ingress Corporation Bhd بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي.
- 2- تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة إنكرس المحدودة لمدة معينة بدفع أجرة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة.

(1)- Securities Commission, Annual Report 2007, p25

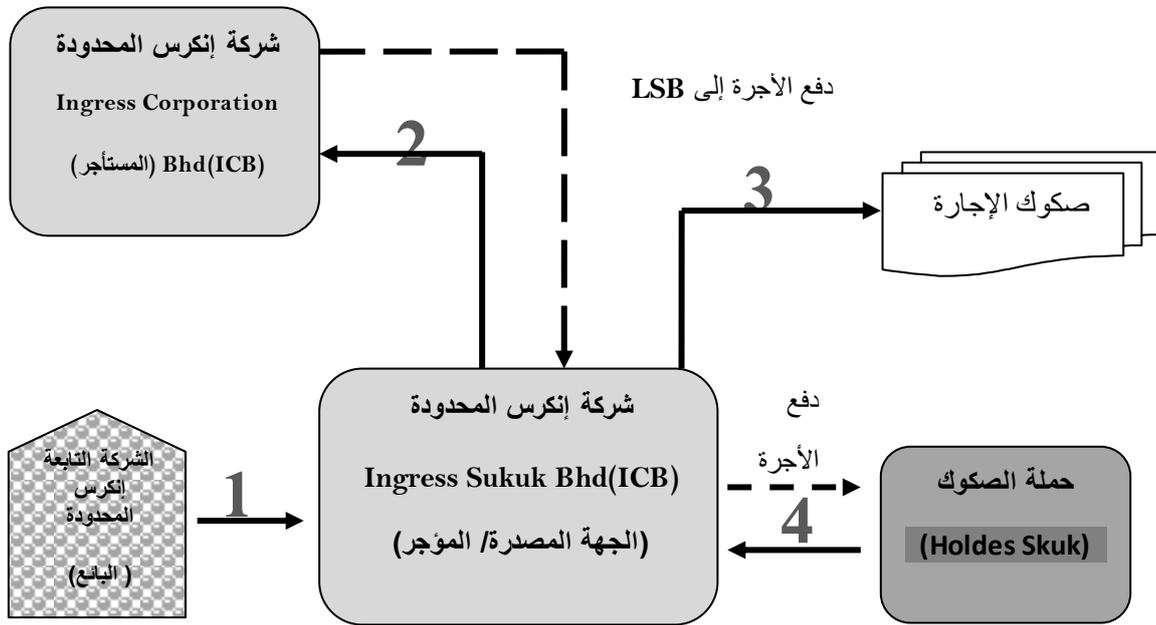
(2)- سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص124.

3- لتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة، لا بد أن تصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.

4- يدفع المستثمرون (حملة الصكوك) القيمة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بضمن الحال للحصول على صكوك، وفي تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك إنكرس المحدودة (الجهة المصدرة) بإعادة بيع الأصول إلى شركة إنكرس المحدودة بضمن أصلي (قيمة إسمية في إصدار الصكوك مثلا)، وحصيلة بيع الأصول ستستخدم لإيفاء القيمة الاسمية للصكوك إلى المستثمرين.

ويمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (المحلية) في ماليزيا وفق الشكل التالي:

شكل رقم (38): آلية إصدار صكوك الإجارة (المحلية) في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 200.

رابعاً: التقدير الشرعي لصكوك الإجارة المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

إن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تتم وفقاً للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المتعمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية، ويسمح بالتعامل في إصدار وتداول صكوك الإجارة في ماليزيا<sup>1</sup>.

خامساً: تطور صكوك الإجارة المحلية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة من 2006-2011.

يمكن أن تمثل تطور إصدار صكوك الإجارة في الجدول التالي:

(1) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 177.

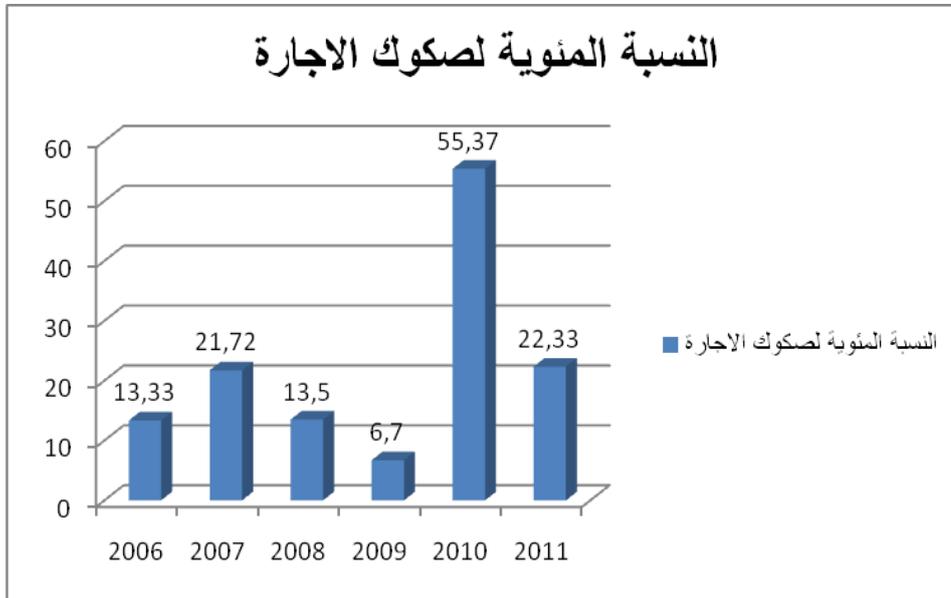
الجدول رقم (17): تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2001)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك الإجارة	13,33	21,72	13,5	6,7	55,37	22,33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن إعادة ترجمة الجدول في المنحنى التالي:

الشكل رقم (39): تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2006)



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات السابقة.

تحليل المعطيات:

لقد تميز إصدار صكوك الإجارة بالنمو المستمر ابتداءً من سنة 2004 والتي تعتبر أول سنة لإصدار هذه الصكوك بنسبة 2.5% إلى غاية 2007 لكن بنسب ضعيفة نوعاً ما، ثم بدأ التراجع في إصدار صكوك الإجارة سنتي 2008 و2009، ليعاود الإصدار في النمو ويبلغ أعلى مستوياته سنة 2010<sup>(1)</sup>، حيث تزامنت هذه السنة مع مشاريع شبكة التنمية المستدامة في ماليزيا فازدادت المشاريع وازداد معها التأجير للمشاريع.

(1) The Malaysian Islamic Capital Market, Securities Industry Development Center, Securities Commission of Malaysia, 2010, p17.

[http://www.sc.com.my/eng/html/icm/0709\\_msianicm.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/icm/0709_msianicm.pdf)

## الفرع الثالث: صكوك الإستصناع.

يتطرق هذا الفرع إلى تعريف صكوك الإستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدارها في هذه السوق، ثم التقدير الشرعي لها، ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011.

## أولاً : تعريف صكوك الاستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعتبر صكوك الإستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتقوم على أساس التمويل، وهي الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة<sup>(1)</sup> ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن "التعليمات على عرض الصكوك الإسلامية" الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط، وهو عبارة عن شراء العين حيث يطلب المشتري من البائع أو المقاول لصنعه أو بنائه الذي سينجز في المستقبل، وفقا لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين، وفي بيع الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخر الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل، ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه بتنفيذ العمل المطلوب، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته<sup>(2)</sup>

وقد جاء في هذا التعريف تعريف كل من الاستصناع والاستصناع الموازي وحتى عملية تقسيط الدين الذي أقره المجمع الفقهي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامية في قرار 65 (7/3).

وأول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003م من طرف شركة SKS Power Sdn Bhd بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي ومدة استحقاق هذه الصكوك من خمس إلى تسع سنوات.<sup>(3)</sup>

## ثانياً: آلية إصدار صكوك الاستصناع في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا:

يتم إصدار هذه الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا وفق الآلية التالية:<sup>(4)</sup>

1) إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف وفي هذا المثال مشروع المباني هو (المصنوع).

2) تباع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقدا بضمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.

3) تقوم الجهة الممولة بدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعا للجهة المصدرة.

(1) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص114

(2) Securities Commission, Annual Report 2010, p14.

(3) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص197.

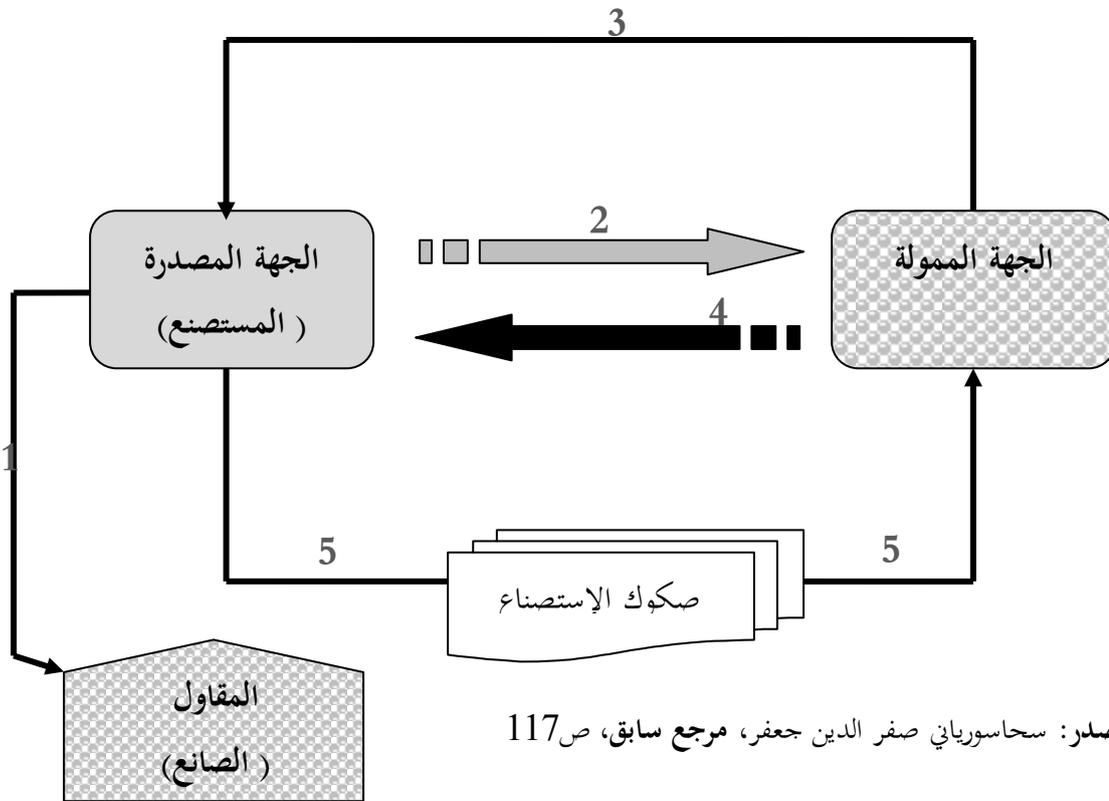
(4) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص117

4) تقوم الجهة الممولة بإعداد المصنوع للجهة المصدرة فوراً بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقاً لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المراجحة.

5) ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع وتسليمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

يمكن تمثيل آلية صكوك الاستصناع في ماليزيا وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (40): آلية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا



المصدر: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص 117

وفي التجربة الماليزية يسمح بتداول الصكوك في السوق الثانوية ولكن وضعت لذلك هيئة الأوراق المالية الماليزية شرطاً وهو: ضرورة وجود الضمان في العقد وذلك لتسديد سعر المصنوع، وهي مسؤولية كاملة من قبل جهة المصدر وهذا ليكون الدين مستقراً من جهة المصدر في استيفاء ثمن المصنوع المصكوك<sup>(1)</sup>

(1) - نفس المرجع السابق، ص 117.

ثالثا: التقدير الشرعي لصكوك الاستصناع المتبعة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا<sup>(1)</sup>:

1- من خلال تعريف صكوك الاستصناع المتبعة في ماليزيا بأنها الوثائق التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة، نجد أنها تختلف عن تعريف صكوك الاستصناع والذي بموجبه تعتبر هذه الصكوك وثائق تمثل ملكية جزئية من رأس مال عملية الاستصناع، حيث يكون هذا رأس مال الاستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك وليست إثبات دين من عملية ناتجة عن استصناع.

2- إذاً هي عبارة عن شهادات إثبات دين صادر من الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة، وهو لإثبات دين الأصول المباعة على بيع بئمن آجل/مراجعة، المصنوعة وفق آلية الاستصناع.

3- بنية صكوك الاستصناع في ماليزيا تنقسم إلى قسمين وهما:

أ- القسم الأول هو عملية استصناع مواز تكون فيها الجهة الممولة مستصنع أول والجهة المصدر صانعا أول ومستصنعا ثاني والمقاول صانعا نهائي.

ب- القسم الثاني هو بيع بئمن آجل للأصل من الجهة الممولة إلى الجهة المصدرة وينتج عن هذا دين يغطي بإصدار صكوك من الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة لضأن الدين.

4- إذن الصكوك هذه ناتجة عن عملية بيع بئمن آجل.

5- لو لاحظنا في آلية إصدار صكوك الاستصناع المعروضة سابقا نجد أن: النقطة رقم (2) وهي بيع الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة، ثم النقطة (3) وهي تسديد قيمة البيع نقد (مع الملاحظة أن المقاول تابعة للجهة المصدرة)، ثم النقطة (4) تباع الجهة الممولة المصنوع ذاته ثانية للجهة المصدرة بئمن أعلى من الثمن الأول، والنقطة (5) إصدار صكوك تغطية الدين لو لاحظنا هذه النقاط لوجدنا أنها هي نفسها النقاط التي يقوم عليها إصدار صكوك البيع بئمن آجل المتكلم عنها سابقا والقائمة على مخالفة بيع العينة.

6- أما من ناحية تداولها فإنها تداول دين غير مضمون ثبوته، فإذا حكمنا بحكم المالكية القاضي بتداول الدين بشروط فإننا لا نرى شروطه تتحقق لوجود الغرر فيه وذلك بطرح التساؤل هل سينجح إتمام الصنع أم لا؟ فلماذا لا يمكن تداول هذه الصكوك حتى وإن كانت هناك رقابة من الهيئة، ومن هذا المنطلق فإن تداول هذه الصكوك غير متوافقة مع الشريعة.<sup>(2)</sup>

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص198.

(2) - سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص118.

فاستخدام صكوك الإستصناع حسب التجربة الماليزية لا يوفر خصائص صكوك الإستصناع في تعريف المعايير الشرعية بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك".

إذن فإن إصدار وتداول صكوك الإستصناع في التجربة الماليزية غير متوافق مع الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.

رابعاً: تطور صكوك الإستصناع في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011)

يمكن تتبع تطور صكوك الإستصناع للفترة (2006-2011) في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

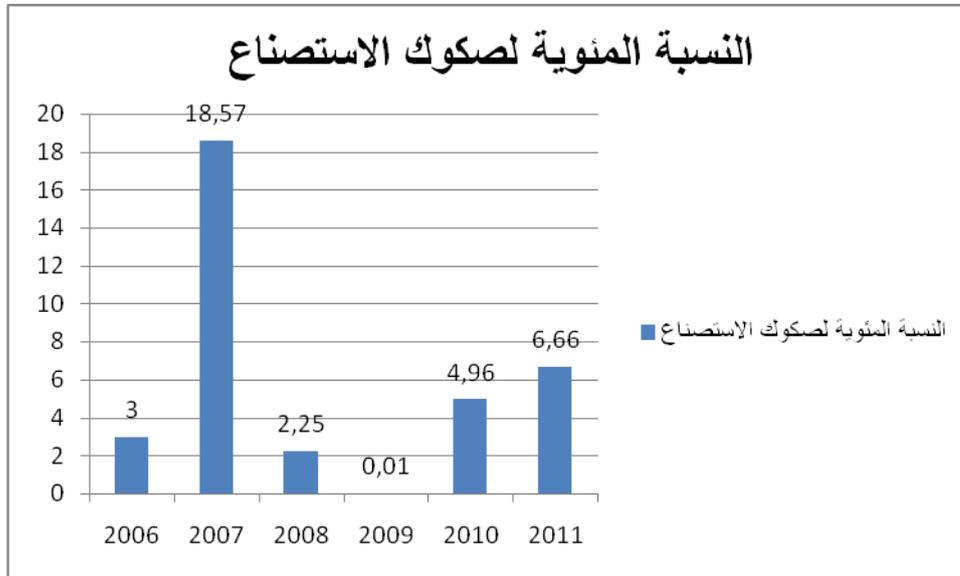
الجدول رقم (18): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2003 - 2006)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك الاستصناع	3	18,57	2.25	0.01	4.96	6.66

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن إعادة صياغة الجدول السابق إلى المنحنى التالي:

الشكل رقم (41): تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات السابقة.

## تحليل المعطيات:

إن أعلى نسبة إصدار لصكوك الإستصناع كانت في أول سنة إصدار لها وهي سنة 2003 بنسبة 46.5% من الصكوك إجمالاً، وذلك بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي، والتي تعتبر من أكبر الإصدارات في ماليزيا، ثم انخفض الإصدار في السنة الموالية ليعاود الارتفاع سنة 2005 وذلك نتيجة التعديل الضريبي، حيث أعلن وزير المالية الماليزي على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات وذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول وهذا ما يحدث في صكوك الاستصناع والبيع بثمن اجل والمراجحة<sup>(1)</sup>، ثم عاود الانخفاض في الإصدار سنة 2006 لأخذ صكوك المشاركة أغلبية الإصدار في هذه السنة والسنوات الموالية، لترتفع نسبة الإصدار سنة 2007 لكنها تبقى أقل مقارنة بأعلى نسبة إصدار في أول سنة وهي 2003، لتبقى نسبة الإصدار في تذبذب لكن بنسب منخفضة إلى غاية سنة 2011.

## الفرع الرابع: صكوك المضاربة.

يعنى هذا الفرع بتعريف صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدارها في هذه السوق، والتقدير الشرعي لها ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011. أولاً: تعريف صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

لم يعط لها تعريفاً صريحاً ما عدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في التعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>2</sup>، وأول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assete Bhd بقيمة 80.0 مليون رينغت ماليزي.<sup>(3)</sup>

## ثانياً: آلية إصدار صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا.

يتم إصدار صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا وفق الخطوات التالية:

- 1- تقوم البلدية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينغت ماليزي ويقوم حملت الصكوك (جهة المكتتب الأول) بالتسديد نقداً حيث يعتبر هنا حملت الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى.
- 2- تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية.
- 3- بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينها وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب.

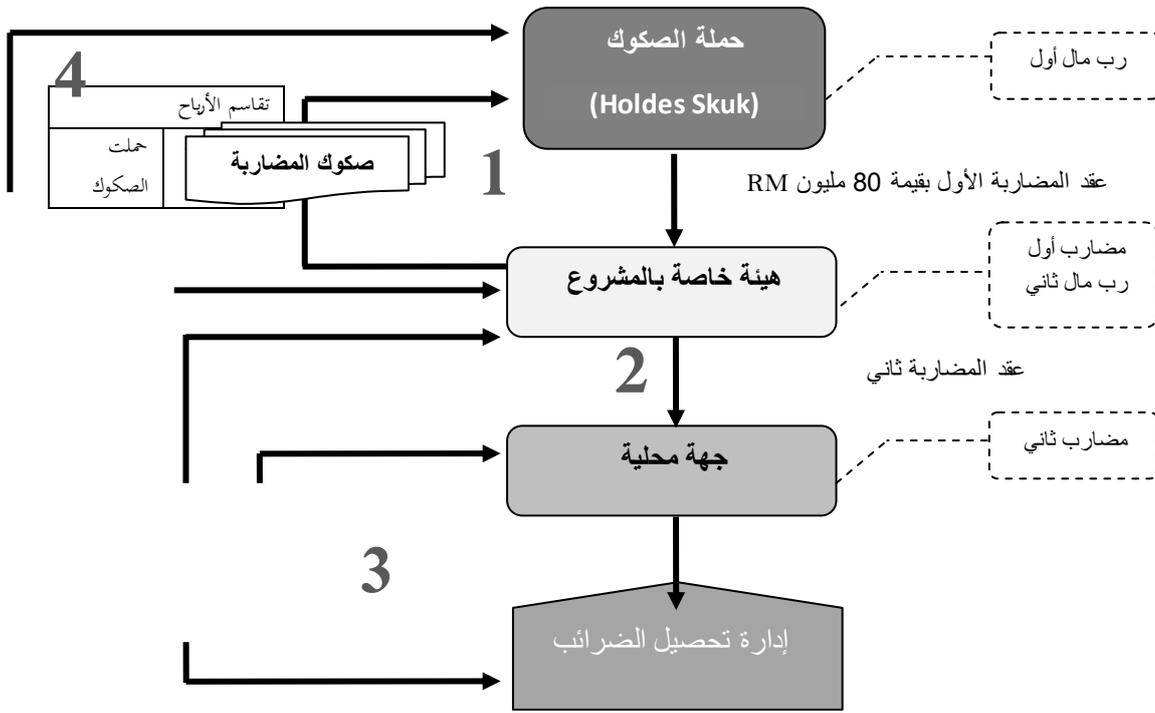
(1)-Securities Commission Annual Report 2008,p16.

(2)- بن الصيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص206.

(3)-Securities Commission Annual Report 2005, pp 2- 22

4- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضاربة أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك. ويمكن تمثيل آليتها بالشكل التالي<sup>(1)</sup>:

الشكل رقم (42): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 207.

ثالثا: التقدير الشرعي لصكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

بالنظر لآلية عمل صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نجد أنها تتوافق وصكوك المضاربة

الشرعية، التي تم التفصيل فيها سابقا.

(1)- The Malaysian Islamic Capital Market, Securities Industry Development Center, Securities Commission of Malaysia, 2010, p24.

رابعاً: تطور صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011).  
يمكن تتبع تطور صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011) من خلال الجدول التالي:

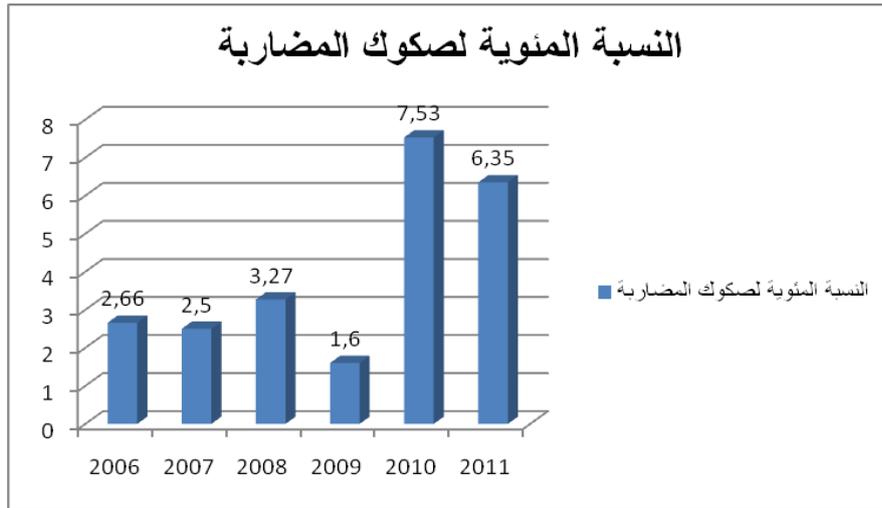
الجدول رقم (19): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك المضاربة	2.66	2.5	3.27	1.6	7.53	6.33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن ترجمة هذه المعطيات إلى الشكل البياني التالي:

شكل رقم (43): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

#### تحليل المعطيات:

إن أول إصدار لصكوك المضاربة كان سنة 2005، ثم واصل هذا الإصدار في النمو وذلك لقيام اللجنة الاستشارية الشرعية على الاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والمخاطر (الخسارة).

#### الفرع الخامس: صكوك المشاركة.

يعني هذا الفرع بتعريف صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وآلية إصدارها في هذه السوق، والتقدير الشرعي لها ثم تطورها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011.

أولاً: تعريف صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

لم نجد لها تعريف صريحاً لدى هيئة الأوراق المالية الماليزية حيث تم الاكتفاء على مستواها بوضع تعريف للمشاركة كعقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004<sup>(1)</sup>، كانت أول إصدار صكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.50 مليار رينغت ماليزي.<sup>(2)</sup>

ثانياً: آلية إصدار صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا.

يتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية:

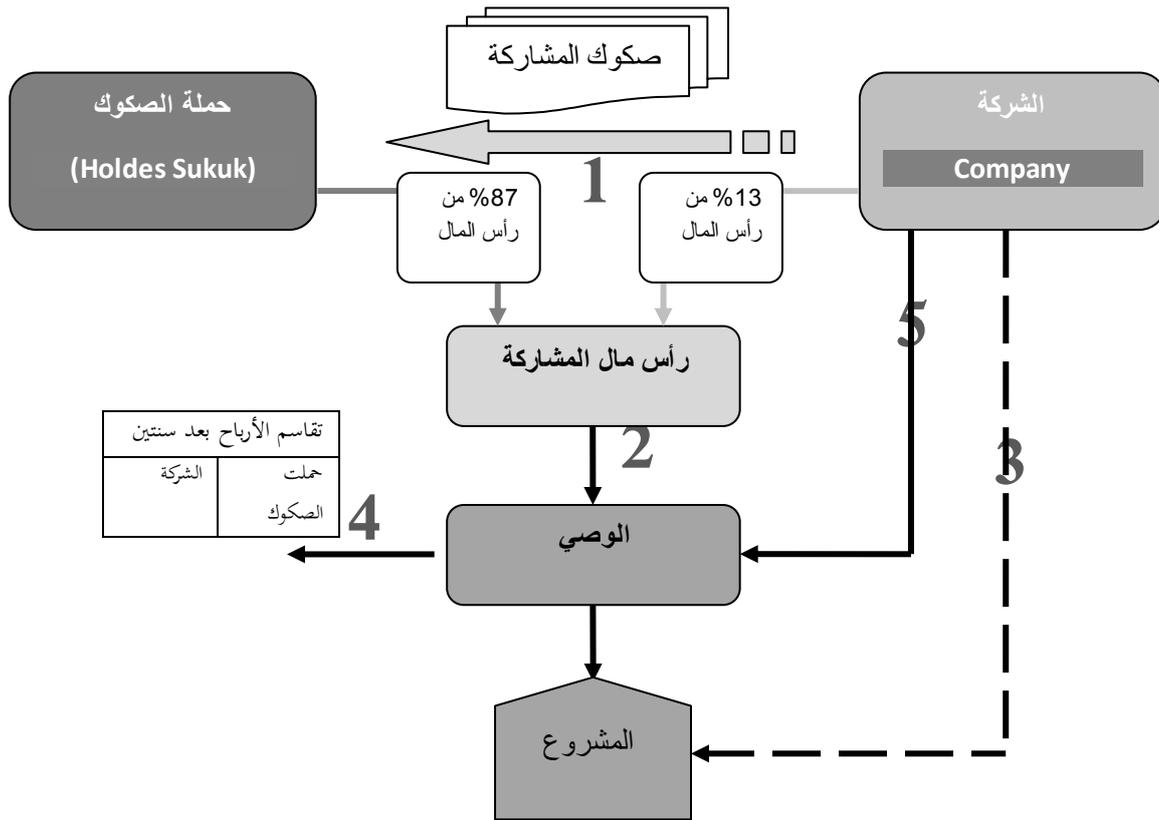
- 1- تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملت الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة بـ 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.
  - 2- دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.
  - 3- مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.
  - 4- إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.
  - 5- دفع أجرة الوصي من طرف الشركة.
- يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا بالشكل التالي<sup>(3)</sup>:

1 بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 206.

(2) Securities Commission Annual Report 2005, pp 2- 21

(3) -بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 204.

الشكل رقم (44): تطور إصدار صكوك المشاركة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2006-2001)



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 206.

ثالثا: التقدير الشرعي لصكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

بالنظر لآلية عمل صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نجد أنها تتوافق وصكوك المشاركة الشرعية، التي تم التفصيل فيها سابقا، حيث حثت اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية على استعمالها. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

رابعا: تطور إصدار صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة (2006-2011)

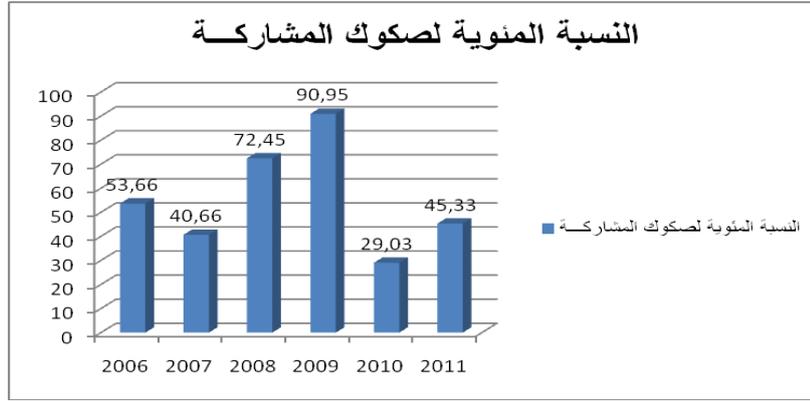
الجدول رقم (20): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)

السنوات	2011	2010	2009	2008	2007	2006
المسبة المئوية لصكوك المشاركة	45.33	29.03	90.95	72.45	40.66	53.66

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission : 2006-2007-2008-2009-2010-2011.

ويمكن تمثيل المعطيات بالشكل البياني التالي:

الشكل رقم (45): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة.

### تحليل المعطيات:

لقد كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 وذلك بنسبة 12.6% من مجموع الصكوك، وما يمكن ملاحظته هو الإقبال الشديد على إصدار صكوك المشاركة على حساب بقية الصكوك إبتداء من سنة 2006 التي نمت فيها نسبة إصدار هذه الصكوك بشكل كبيرة، مقارنة بسنة 2005، حيث بلغت نسبة، الزيادة في الإصدار بين هاتين السنتين 41,06%، إلى أن بلغت ذروتها سنة 2009 بنسبة إصدار راوحت 90,95 في المائة من مجموع الصكوك الإسلامية المطروحة في السوق<sup>(1)</sup>. نظرا لإرشادات هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين.

الفرع السادس: تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011).

يمكن عرض تطور الصكوك التي أقرت بتوافقها الشرعي لجنة الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2006-2011م في الجدول التالي:

جدول رقم (21): تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2006-2011)

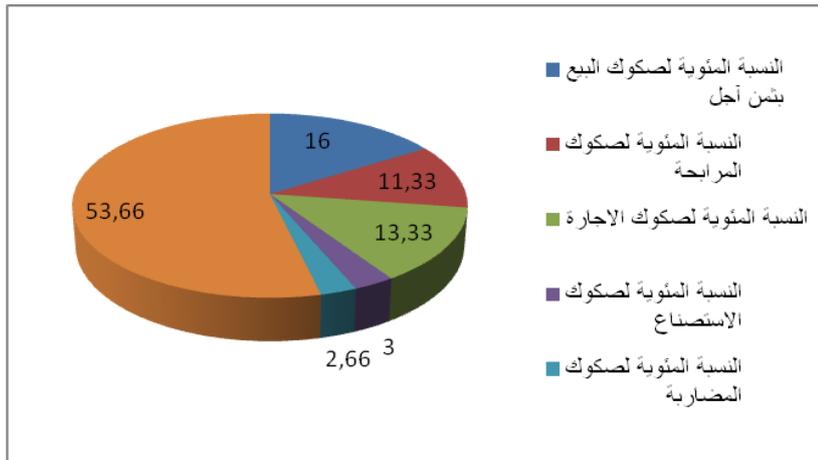
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة المئوية لصكوك البيع بضمن آجل	16	4,86	2,97	0	0,34	8,33
النسبة المئوية لصكوك المرابحة	11,33	11,62	5,62	0,6	2,75	11
النسبة المئوية لصكوك الاجارة	13,33	21,72	13,5	6,7	55,37	22,33
النسبة المئوية لصكوك الاستصناع	3	18,57	2,25	0,01	4,96	6,66
النسبة المئوية لصكوك المضاربة	2,66	2,5	3,27	1,6	7,53	6,35
النسبة المئوية لصكوك المشاركة	53,66	40,66	72,45	90,95	29,03	45,33

المصدر: Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the securities commission :

2006-2007-2008-2009-2010-2011.

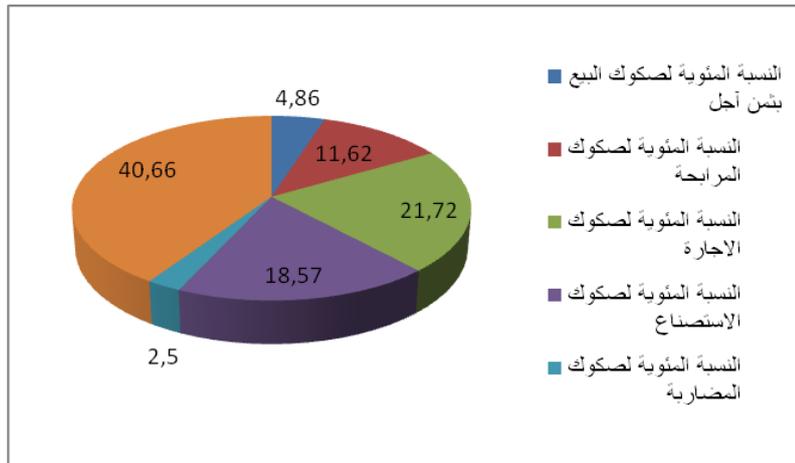
(1)-Malaysia icm September 2007vol 02 no 3 p 18 visited in 2007/10/12 .  
http://www.sc.com.my/eng/html/icm/0709\_msianicm.pdf

شكل رقم 46: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2006



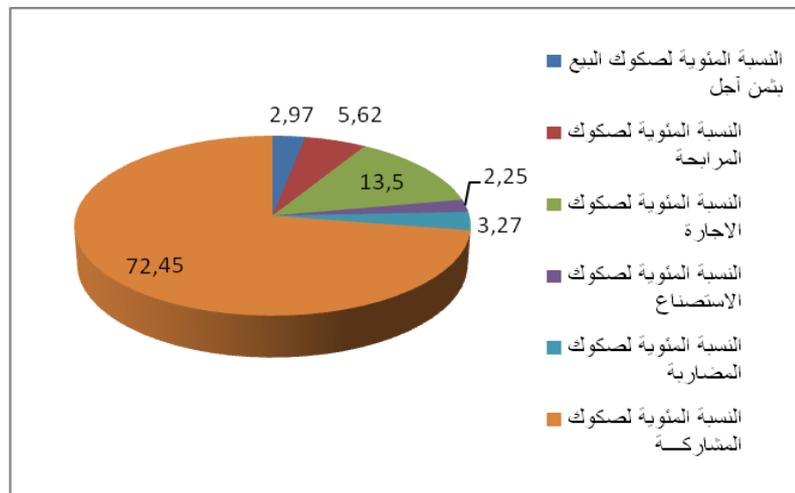
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 47: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2007



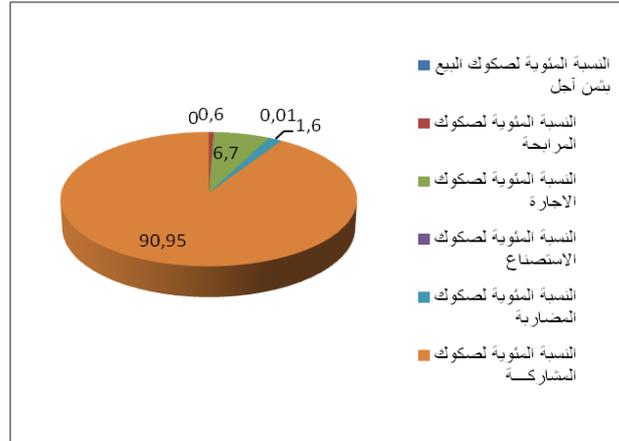
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 48: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2008



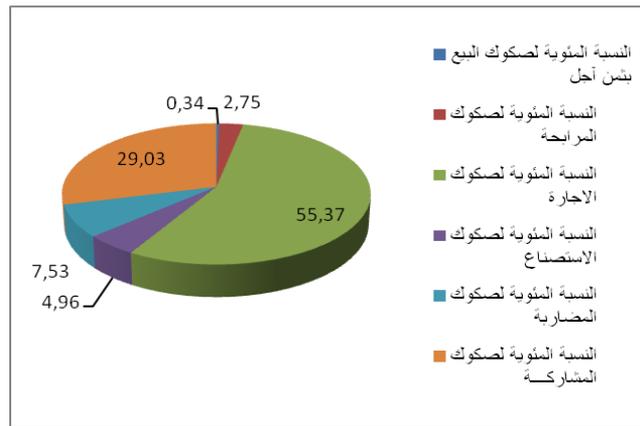
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 49: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2009\*



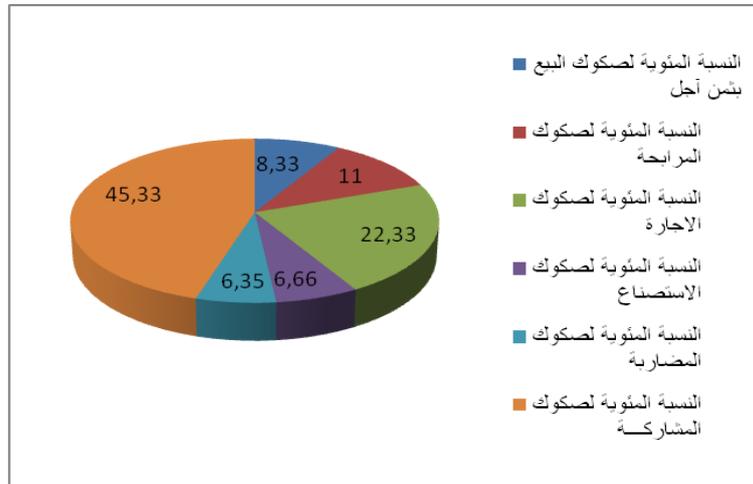
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 50: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2010



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

شكل رقم 51: التمثيل البياني لنسبة الصكوك لسنة 2011



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعطيات السابقة للجدول رقم 20.

## المبحث الثاني: المشتقات والمعاملات والمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع عقود المعاملات وإجراءات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بين مشتقات وخدمات وساطة ومؤشرات تتباين في التقدير الشرعي لها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

### المطلب الأول: المشتقات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يتم تداول المشتقات في بورصة خاصة بها، وهي بورصة المشتقات الماليزية وهي بورصة لها سمسارتها الخاصون بها المختلفين عن سماسرة ووسطاء بورصة ماليزيا المحدودة وهي تخضع لقانون صناعة المستقبلات لعام 1993 ومن أسس الاختلاف بينها وبين بورصة ماليزيا المحدودة الأدوات، ومن خلال هيكل بورصة المشتقات الماليزية التنظيمي نجد أنه لا وجود فيه للجنة الاستشارية الشرعية.

ولا وجود كذلك لقسم سوق رأس المال للمشتقات الماليزية الإسلامية بعكس ما هو عليه الحال في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والذي له لجنة استشارية شرعية.

### الفرع الأول: التقدير الشرعي لتداول عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام في ماليزيا.

إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتكفل بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بالتقدير الشرعي للمستقبلات، إذ إن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الحادي عشر، الذي انعقد في 26 نوفمبر 1997 قررت بأن عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبلات لنواة زيت النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة.<sup>(1)</sup>

واعتمدت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في إيجازها لعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام وعقود المستقبلات لنواة زيت النخيل الخام على النقاط التالية:<sup>(2)</sup>

1- حقيقة التعامل في عقود المستقبلات تكيف على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين.

2- عقود المستقبلات على السلع أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا، حيث توجد ثلاثة مخازن متخصصة لتسليم السلعة وهي بورت كنج (Port Kelang) وبينانج (Penang) وفي باسير كوداج جوهر (Pasir Gudang Johor) حسب اختيار البائع كما

كتب في مواصفات العقد.

(1) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 210.

(2) - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص 105-120.

3- من أساسيات العقود النمطية حيث تحدد كل الأمور المؤدية إلى الغرر من كمية السلعة ونوعها والسعر ووقت التسليم وكل هذه الأمور مكتوبة بدقة ووضوح في العقد بالإضافة إلى إشراف السوق والقانون لضمان عدم حدوث الغش أو الخداع كل ذلك ينفي الغرر.

4- عقود المستقبلات على السلع لا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعا على عكس عقود المستقبلات على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعا، لقيامها على التعامل بالربا.

5- أما من ناحية أنها مقامرة ومضاربة، فإن المضاربة تحرم إذا صاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضلة، كما أن المستثمرين إذا كانوا يشترون ويبيعون عقود المستقبلات لغرض المقامرة فهذا لا يجوز شرعا، ولكن إذ قام المستثمرون ببيع أو شراء هذه العقود من أجل التحوط من تقلبات الأسعار ويتحقق ذلك بتسليم السلعة في مدة الاستحقاق فهي جائزة، على أساس أنها بيع موصوف في الذمة بصيغة البيع بتأجيل الثمن المثلث.

6- أما من ناحية أنه قبل القبض فإنهم يحتجون برأي المالكية الذي يرى فيه أنه يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولاً أو غير منقول وقصر المنع على بيع الطعام قبل قبضه وذلك لغلبة تغير الطعام بخلاف ما سواه وأجازه في غير الطعام لأنه بمجرد العقد يكون المبيع في ضمان المشتري فهو في حكم المقبوض.

7- أما من ناحية التسوية النقدية فتجوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبلات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم والتسوية بقيمتها من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد.

الفرع الثاني: الرد على الحجج التي ساقتها اللجنة الاستشارية الشرعية في إيجازها لعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام.

1- حقيقة بيع الموصوف في الذمة:

تعريف بيع الموصوف في الذمة: وهو بيع على أساس الإخبار ببيعة المبيع وصفته من غير رؤيته صورة:

أ- إذا وقع بلفظ البيع:

- إذا كان الثمن حالا واستوفى بقية شروط السلم فهو مجاز.

- إذا كان الثمن مؤجلا فهو بيع الكالئ بالكالئ وقد أقر الإجماع على منعه.

ب- إذا وقع بلفظ السلم:

- انعقاد السلم على أن المبيع والثمن حالان، فهو السلم الحال وهو محل خلاف.

- إذا كان الثمن حالا فهو السلم المؤجل وهو جائز بالإجماع.

- إذا كان الثمن مؤجلا فهو بيع الكالئ بالكالئ وقد أقر الإجماع على منعه.

- نصل مما سبق إلى أن تأخر الثمن والمثمن سواء كانت الصيغة بلفظ البيع أو بلفظ السلم فانه من باب الكالئ بالكالئ وهو ممنوع شرعا بالإجماع كما سلف.
- 2- إنه من شروط بيع الموصوف في الذمة، أن العين لا تكون معدومة أو غير مملوكة ووجودها في المخازن المسماة ليس دليلا للملكية (البائع)، إضافة إلى قيام البائع بالتحوط إذ لم نقل للمقامرة وهذا يؤكد عدم ملكيته للسلعة.
- 3- إن نقطة البيع قبل القبض التي هي أحد أبواب حجتهم تدل على عدم الملكية للسلعة المباعة.
- 4- أما من ناحية التسوية النقدية فهي من باب القمار المحرم شرعا.
- بالنسبة لعقود المستقبلات المالية، قررت اللجنة الاستشارية الشرعية هيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثالث عشر الذي انعقد في 19 مارس 1998، بأن عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب، وعقود المستقبلات لمعدل الإقتراض بين بنوك كوالالمبور غير جائزة شرعا، لأن عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب يتكون من الأسهم التي لا توافق عليها اللجنة الاستشارية الشرعية هيئة الأوراق المالية الماليزية.
- أما عقود الخيار فان اللجنة الاستشارية الشرعية لا تجيزها وتعتبرها غير جائزة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>(1)</sup>

### المطلب الثاني: خدمات الوساطة والبيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يتطرق هذا المطلب إلى مناقشة خدمات الوساطة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من سمسة وإدارة الاستثمار ورقابة شرعية، ثم مناقشة قرار اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية حول شرعية البيع القصير في هذه السوق.

### الفرع الأول: خدمات الوساطة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

إن فئة الوسطاء الماليين تغلب دورا هاما في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطا بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقا لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعا، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها، أما الرقابة الشرعية أيضا تعتبر إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، ومن أهم أقسام خدمات الوساطة « Intermediaries & Services » المتوفرة في هذا السوق ما يلي:

### أولا: السمسرة « Stockbroking »

يمكن تعريف السمسرة شرعا بأنها الوساطة بين البائع والمشتري مقابل أجرة في غير عقد إجارة، والسمسار مسؤول عن إتمام البيع والشراء في الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي<sup>2</sup>، وفي التجربة الماليزية

(1) - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص176.

(2) - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص176.

توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الإسلامية « Islamic Stockbroking Services »، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الماليزي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول بها، ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا<sup>1</sup>:

Bank Islam Malaysia Berhad – BIMB Securities Sdn Bhd -1  
PTB Securities -2

وأما شركات السمسرة التقليدية والتي تحتوي على نوافذ السمسرة الإسلامية - Islamic Stock- broker Windows<sup>(2)</sup>:  
Rashid Hussain Securities -1  
AM Securities -2  
TA Securities -3

وتشترط سوق رأس المال الإسلامي أن يتم التعامل في الأسهم المدرجة بواسطة السماسرة المقيدون في السوق، وذلك لأن المتعاملين في السوق لا يعرف بعضهم بعضاً، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمساره ليقوم بإجراء العمليات اللازمة حسب القوانين والأنظمة المقررة في قواعد أعمال سوق رأس المال الإسلامي « Bursa Malaysia Business Rules »، حيث وفرت هذه القواعد التعليمات العامة التي تتطلبها شركات السماسرة لتوفير خدمات السمسرة الإسلامية، والغرض الأساسي لهذه الخدمات هو مساعدة المستثمرين المسلمين على التعامل في البورصة<sup>(3)</sup>.

### ثانياً: إدارة الاستثمار « Investment Management »:

إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظة الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها<sup>4</sup>، وهذه الشركات يتوافر فيها الصندوق الخاص لتوفير الموارد المالية من عملائها كالأفراد الذين يملكون من الأموال أكثر من 1 مليون رينجيت ماليزي، أو المؤسسات المعينة مثل صندوق التوفير للعاملين، والمؤسسات الحكومية الماليزية، وشركات صناديق الاستثمار والتي لديها من الأموال أكثر من 50 مليون رينجيت ماليزي، وفي هذه الحالة، تكون شركات إدارة الاستثمار مسؤولة مسؤولية كاملة عنها لأن تستثمر مجموعة الموارد المالية من عملائها في مجال الاستثمارات المعينة وتكون إدارة الصندوق «Fund Manager» وسيطا ووكيلا عن عميله في تنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بإدارة الاستثمار.

وتركز صناديق إدارة الاستثمار الإسلامية في ماليزيا حالياً على أصحاب المدخرات الصغيرة حيث تجمع من الأموال لتشكيل محافظ استثمارية وفق مبدأ التنوع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه

(1)- <http://www.sc.com.my>

(2)- <http://staf.uum.edu.my/alib/w3053/icm.pdf>

(3)- نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص70.

(4)- Securities commission of Malaysia, Annual report 2009, p30.

الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية، وعمل ودور هذه الصناديق فعليا كالوسطاء أو الوكلاء للمدخرات، ودور إدارة الاستثمار في السوق الماليزي الحالي أشمل من هذه الصناديق.

### ثالثا: الرقابة الشرعية.

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خاضع للرقابة الشرعية، وتعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الرقابية الشرعية العليا، وقد أسست من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتمارس الرقابة في هذا السوق بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة، والذي يقوم بدراسة الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتحليلها بدقة، بالإضافة إلى المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يلعبون دورا هاما في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة<sup>(1)</sup>.

### الفرع الثاني: البيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

سوف يتم تعريف البيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ثم مناقشة قرار اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية حول شرعية البيع القصير في هذه السوق.

### أولا: تعريف البيع القصير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يعرف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا البيع القصير المنظم (RSS) على أنه: «بيع أوراق مالية متوافق عليها، بحيث أن البائع في وقت تنفيذ البيع ليس لديه حق مطلق وغير مشروع ليملك هاته الأوراق المالية للمشتري، ولكن قبل عملية تنفيذ البيع نفذ اتفاق لاستعارة الأوراق المالية المتوافق عليها كما سيسمح بتسليم نفس الأوراق المالية للمشتري بموجب البيع المذكور، ووفقاً للقوانين المتعلقة بتنفيذ التسليم والتسوية»\*.

### ثانيا: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية حول البيع القصير<sup>(2)</sup>:

في اجتماعه التاسع والستين في 18 أبريل عام 2006 توصل مجلس الشريعة الاستشاري\*SAC التابع لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا إلى أن البيع القصير المنظم RSS\*\*\* لا يتعارض مع الشريعة.

تمثل هذه الفتوى امتداداً لقراره السابق المتعلق بقبول إعارة واستعارة الأوراق المالية SBL\*\*\*\* والذي كان في اجتماعه الثالث عشر في التاسع عشر مارس عام 1998.

(1)- <http://www.sc.com.my>

\* البيع القصير المنظم مؤسس على مبدأ إعارة واستعارة الأوراق المالية، قدم لأول مرة إلى سوق رأس المال الماليزي في نهاية عام 1995 إلا أنه علق في نهاية عام 1997، بعد الأزمة الاقتصادية التي هددت استقرار نشاطات سوق الأسهم في بورصة كوالالمبور (المعروفة الآن ببورصة ماليزيا).

(2)- Asyraf wajdi dusuki, Shari 'ah issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia, the 15th annual scientific meeting the capital market-bursa-, U.A.E university, 15-17/2006, p 19.

\*\*SAC : The Shari 'ah Advisory Council.

\*\*\* RSS : Regulated Short Selling.

\*\*\*\*SBL: Securities Borrowing and Lending.

إنَّ أساس معاملة البيع القصير هو بيع حصص (أسهم) لا يملكها البائع كنتيجة، كما ذكر سابقاً يمكن أن تندرج المعاملات تحت فئة البيع المعدوم، سبب تحريم البيع قبل حيازة الملكية (القبض) كما هو الأمر في حالة البيع المعدوم، وهو بشكل أساسي نتيجة لوجود عنصر الغرر المحرم.

مع هذا، وبناءً على رأي مجلس الاستشارة الشرعية، من الممكن تجاوز قضية الغرر في البيع القصير المنظم (RSS)، وهذا بإدراج مبادئ إعادة واستعارة الأوراق المالية (SBL) principles بعبارة أخرى، يمكن أن يزيد تقديم (SBL) احتمال أن الحصص المباعة سوف تسلم عندما يكون احتمال التسليم مرتفع لن يكون عنصر الغرر متوفراً، نتيجة لهذا عندما يُتجاوزُ العائق الذي يحول دون اعتبارات نشاط ما متوافقاً مع الشريعة، يُصنف النشاط أو المعاملة على أنه متوافق مع الشريعة.

تستند حجج مجلس الاستشارة الشرعية على ما يعرف في الفقه بـ"إذا زال المانع عاد المنوع" والذي يعني أنه إذا أزيلت قضية ما كانت تعيق إباحة نشاط بأن الأخير الذي كان في البداية ممنوعاً يصبح مسموحاً. إذاً البيع القصير للسلع التي لا يملكها البائع يحدث في سوق الأسهم بضمان من طرف سلطة التبادل (هيئة الأوراق المالية) ويمكن أن يُزال الخطر القصير للسلعة عند بيع الحصص، فإنَّ مقدرته على تحقيق التسليم قطعاً مضمونة (يعني بما لا يدع مجالاً للشك).

بالعودة إلى المثال السابق "أحمد" وكبايع بالبيع القصير ينبغي عليه التعامل مع وكيل أسهم مرخص له من طرف هيئة الأوراق المالية، وكيل الأسهم (كما هو ممثل في المثال السابق "علي") مسؤول عن العمل بالنيابة عن "أحمد" من خلال استعارة أسهم متعلقة بشركة البركة من تجار آخرين قبل أن يبيعهم لمن يهتمون بشرائهم فيما بعد، هذا حتماً يؤمن التسليم بما أنَّ الأسهم مُتاجر بها من طرف وكيل أسهم مرخص له بالعمل بالنيابة عن البائع بالبيع القصير، إضافة إلى هذا تكون السهم المُتاجر بها دائماً متوفرة في السوق، بما أنَّها منظمة ومراقبة من طرف هيئة الأوراق المالية، هذا ما يعزز أكثر احتمال تسليم الحصص للمشتري، ممَّا يعني تخفيف الخطر المفرط والغرر الذي يقترن بمعاملة البيع القصير.

بالنسبة لأحمد ليس عليه شراء الأوراق المالية المستعارة مباشرة بعد بيعها للمشتري في السوق، مع هذا قد يُجيز إذا أراد المعير (أي عمر) استرداد الأوراق المالية التي قام بإعارتها بالنسبة لشركات السمسرة فإنه لا يمكنها بيع ما ليس لديها، وسوف يكون على أحمد إما أن يأتي بحصص جديدة ليستعيرها أو أن يقوم بالتغطية، هذا معروف في المصطلحات المالية بـ"Colledaway"<sup>(1)</sup>.

إلى جانب قضية القبض ووقوع البيع المعدوم (أي حدوثه) يحتاج البيع القصير إلى أن يدرس ويُعاين بشكل أكثر على ضوء ارتكازه على المضاربة، حيث أنها واحد من الأسباب الواضحة التي تحفزُ الناس على البيع القصير هو الاستفادة من ارتفاع سعر الأوراق المالية أو السوق.

(1)- Asyraf wajdi dusuki and Abdelazeem Abozaid, **Fiqh issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia**, JKAU: Islamic Econ, Vol:21, No: 2, pp: 63-78 (2008 A,D/ 1429 A,H).

قد يقول البعض أن المضاربة شبيهة بالقمار (الميسر) المحرم بشكل قاطع في الإسلام. لا يمكن أن تصنف المضاربة على أنها استثمار تقليدي لأن الخطر الذي قد يحصل أعلى من المعدل. ويستعمل المستثمرون الأكثر خبرة أيضاً إستراتيجية التغطية (hedging) إلى جانب استثماراتهم المبنية على المضاربة من أجل الحد من الخسائر المحتملة».

في دراسته توصل مجلس الاستشارة الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى أنّ المضاربة موجودة في أي نوع من التجارة، وأنها ليست مقتصرة على سوق الأسهم فقط.

وعموماً الحصول على ربح من خلال الفرق في السعر لا يعد عائقاً في الفقه الإسلامي، فيبيح الإسلام وبشكل واضح البيع والشراء الذي يترتب عنه الحصول على ربح من خلال الفرق في السعر الأصلي كما هو مثبت في "بيع المراجعة"، وبيع "المزايدة".

يمثل "بيع المراجعة" ما يعرف بـ Cost Plusale في حين أن "بيع المزايدة" يمثل عرض السلع للبيع في السوق من طرف بائع لديه عدد من المستثمرين المهتمين بشراء سلعة، ولهذا يتنافسون على الشراء بإعطاء أعلى سعر. تنتهي هذه العملية ببيع البائع لسلعته لمن يقدم أعلى سعر (شبيهة بالمزاد العلني)<sup>(1)</sup>.

بخصوص قضية شبهه بالميسر يوضح مجلس الاستشارة الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أن كلا المعاملتين مختلفتين عن بعضهما البعض، وبشكل جلي، الميسر هو مجرد لعبة حظ (يعرف أيضاً بالقمار)، في حين أن المضاربة تحتاج أن يقوم المستثمر بتقييم سلع للشركة التي ينوي أن يستثمر من خلالها، فمثلاً على المستثمر أن يدخل سوق الأسهم بحذر بحكم مطلع، وأن يستعمل نسب الشركة المالية، مؤشرات أخرى قبل تنفيذ أي قرار للاستثمار.

يؤكد مجلس الاستشارة الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أن سوق الأسهم ليس مكاناً للقمار (الميسر) بل إنه مكان يسمح للمساهمين بن يحولوه ملكية أسهمهم إلى مستثمرين آخرين من أجل ربح سيولة. بذكر هذا فإن سوق الأسهم معرض أيضاً لمستثمرين يتصرفون في معظم الأحيان كمقامرين، هذا لكون المضاربين أحياناً يدخلون السوق اعتماداً على الحظ فقط، الأمر الذي هو شبيه بالقمار، ولا يعرضهم هذا لخطر كبير فقط، بل إنه أيضاً يتعارض مع ما هو مطلوب في الإسلام، مع هذا ليس بالأمر المناسب تعميم هذه القضية فقط بناء على سلوك الفرد وتصرفه، حيث أن ما هو أهم هو قدرة سلطة التبادل على الحد من السلوك السيئ للأفراد حتى لا يلحقون الأذى بالآخرين<sup>(2)</sup>.

(1) - إباحة بيع المزايدة مبنية على حديث رواه كل من الترمذي وأنس بن مالك، عن أنس ابن مالك أن رسول الله صلى الله عليه وسلم باع حلساً (أي بساطاً للأرض أو كساء لظهر الدابة) وقد قال: من يشتري هذا الحلس، من يزيد على درهم، من يزيد على درهم، فأعطاه رجل درهمين فباعهما منه».

(2) - Asyrafwajdi dusuki, Shari 'ah issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia, prev, p 22.

بالعودة إلى قضية البيع القصير، البائعون بالبيع القصير (التجار الذين يطبقون البيع القصير من أجل العيش) غالباً ما يقومون بدراسة مشروعه في محاولة لاكتشاف حقائق وعيوب من شأنها دعم تنبؤهم، إذ يعد توقع المضارب في البيع القصير (في إطاره الإيجابي) توقعاً ذكياً ومنطقياً لاتجاه (الحركة) الأسعار في المستقبل على أساس المعرفة والإثبات والظروف السابقة الحالية كذلك.

هنا المضاربون بالبيع القصير هم ملاحظون ومنظرون يودون دعم دقة ملاحظتهم ونظرياتهم المتعلقة بمخاطر السوق، لهذا يعد المضاربون في سوق رأس المال مقامرين في سوق الأسهم، المخاطر هي مخاطر تجارية حقيقية، ولهذا فإن نشاط المضاربين يمثل نشاطاً مختلفاً تماماً عن نشاط المقامر الذي لا يتوقع أي خطر آخر غير ما تخلفه قواعد اللعبة.

بإيجاز، ما من نشاط تجاري يمكن أن يخلو من المضاربة، هذا ببساطة لأن هدف من يقومون بالتجارة هو الحصول على ربح وتحقيق الربح بدوره يستلزم المضاربة، وهو ما يتوافق مع مبدأ الاقتصاد الإسلامي الذي يُعرف بـ "العُرم بالغُرم" الذي يعني أن الحق في الحصول على ربح يعتمد على المخاطر التي قد تصاحب المضاربة<sup>(1)</sup>. فلو أن شخصاً لا يود أن يتوقع أي خطر أو تحمل خسارة في معاملة تجارية لا يمكنه أن يحصل على الربح الناشئ عن هذه المعاملة، إذاً تعتبر المضاربة قانونية في المبدأ؛ لأنَّ تحقيق تجارة مربحة غير ممكن من دونها. أيضاً المضاربة قد تستعمل بشكل سيء وادفع البائعين بالبيع القصير الذين هم لا يلتزمون بأخلاقيات المهنة بدوره قد يؤدي إلى القمار (أي الميسر)، لأنهم ببساطة مجازفون، بالرغم من هذا يمكن تجاوز هذا الأمر من خلال وجود منظم؛ كالحكومة وسلطات التبادل لضمان أن المضاربة التجارية تعكس حقاً التدفق الطبيعي لقوى السوق.

كما أن فرض القيود الكمية على حجم التداول اليومي وحدود المضاربة يمثل كذلك وسيلة لاحتواء المضاربة ضمن حدود مقبولة تلعب سلطات التبادل\* (مثل هيئة الأوراق المالية في ماليزيا) في الواقع دوراً حيوياً في توفير مبادئ توجيهية تشريعية لتنظيم العلاقات التعاقدية بين كل الأطراف وأنشطة السمسرة، وكذلك إجراءات انضباطية لمواجهة الانتهاكات (أي المخالفات) الخطيرة في حالة ماليزيا، ويعتبر تقديم مبادئ استعارة وإعارة الأوراق المالية إلى جانب البيع القصير المنظم مثلاً واضحاً عن كيف أن نشاط المضاربة يمكن أن يكون مراقباً

(1)- Asyrafwajdi dusuki and Abdelazeem Abozaid, **Fiqh issues in short Selling as implemented in the islamic capital market in Malaysia**, prev, p 76.

\* تتمتع سلطة التبادل هذه بصلاحيّة لتنظيم ومراقبة سوق رأس المال بشكل عام، ومعاملة البيع القصير بشكل خاص، وتتمثل وظيفة سلطة التبادل بشكل أساسي في الحرص على إبقاء التداول في السوق على توافق مع المبادئ الإسلامية، ضمان أن البيع القصير يخدم التجار الذين يلتزمون بالمبادئ والأخلاق التي تنص عليها الشريعة، وليس المضاربين الذين يقومون بمجازفات كبيرة، والمقامرين، كذلك على جانب ضمان أن كل العقود تعارض مع مبادئ الشريعة .

ويمكن احتوائه، هذا لضمان أن الأرباح المحتملة من مضاربة البيع القصير ستكون أكبر من المضاربة المؤذية التي قد يتحفز لها المستثمرون\*.

### المطلب الثالث: المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتنوع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى نوعين هما: المؤشر الإسلامي الماليزي داو جونز والمؤشر الشرعي كوالالمبور.

#### الفرع الأول: مفهوم وأنواع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

##### أولاً: مفهوم المؤشر الشرعي في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يمكن تعريف المؤشر الشرعي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بأنه مؤشر لمعرفة حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ويتم قياس أدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركة، فعندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من المستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، يعني هذا أن متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه قد ارتفعت بـ 5 نقاط، والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً.<sup>(1)</sup>

##### ثانياً: أنواع المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يوجد نوعان من المؤشرات الشرعية في البورصة الماليزية هما:<sup>(2)</sup>

#### 1- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز (Dow Jones- Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index)

فقد بدأ العمل به عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحالي، ولكنه طرح في 10ماي 1996م رسمياً<sup>3</sup>، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي لشركة رشيد حسين المحدودة (RHBSI-Rashid Hussain Berhad Shariah Index-) في ذلك الحين، ومنذ شهر جانفي 1998م، أصبح المؤشر خاضعاً لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحددة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة

\* من دون شك يقدم البيع القصير إسهاماً مهماً للسوق يوفر له السيولة، يخفض سعر الأوراق المالية ذات السعر المرتفع، وعموماً ما يزيد من فعالية الأسواق من جهة أخرى للبيع القصير جانب سيء خاصة بالنسبة للتجار أو المضاربين الذين يلجؤون إلى استعمال بأساليب غير أخلاقية بغية تحقيق الربح، مثلاً باستعمال تقنية "Short and disort=" ويتلاعب المضارب بأسعار الأوراق المالية في سوق هابطة من خلال المضاربة على انخفاض سعرها واستعمال حملة تشهير لخفض قيمة الأوراق المالية المستهدفة.

(1) سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص47

(2)- المرجع سابق، ص48.

(3)- Saiful azhar rozly, **critical issues on islamic banking and finance market**, kuala lampur : dinamas, 2005, p 372.

والمرخص لها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وكما قد سبق بيانه فإن مؤشر داو جونز الإسلامي يعتمد على نسب تبيع دخول عنصر الربا ولكن بنسبة 10% من أموال التشغيل ولقد جاء التفصيل في عدم جوازها. (1)

## 2- المؤشر الشرعي كوالالمبور: Kuala Lumpur Shariah Index KLSI

لقد طرح المؤشر الشرعي كوالالمبور بتاريخ 17 أبريل 1999م (2)، وفي ذلك الحين عرف بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور للأوراق المالية وجاء لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب، الراغبين في الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا (3)، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم لأنهم يستطيعون بواسطته عمل التخطيط الأمثل لمستقبل استثمارهم، لذا تحتاج الشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور إلى النظر من حيث أنشطتها إذ لا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

**الفرع الثاني: قرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية حول مؤشر كوالا لمبور للشريعة.**

لقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، في اجتماعها الثامن عشر المنعقد بتاريخ 19 مارس 1998م بجواز التداول بمؤشر الأسهم (مؤشر كوالالمبور للشريعة) طالما كان متوافقاً مع الشريعة بحيث يكون المؤشر متكوناً من الأسهم المتوافقة مع الشريعة، وحثهم في جواز تداول هذه العقود كما يلي: (4)

- 1- إن ميزات العقد ليست مشابهة للمقامرة والجهالة والغرر، وذلك لأن التداول في الكمية والتسعير واضح ولا يوجد فيه غموض ويحدد السعر في السوق بالاعتماد على العرض والطلب.
- 2- إن في تداول العقود مصلحة خاصة للمستثمرين ومصلحة النظام الاقتصادي عامة، اعتباراً من أن هذه العقود تعد من بين الأدوات المالية التي يستخدمها المستثمرين للتحوط.
- 3- العرف الاقتصادي: العرف هو التقاليد المعروفة التي اعترف بها الناس المحليون في حياتهم اليومية سواء بالفعل أو الكلام، إن عقود المستقبلات للمؤشر هي من الأدوات المالية المستخدمة للتحوط ولتحويل الخطر فمن حيث المبدأ إن عقود المستقبلات للمؤشرات هي من العرف، هذا الأخير الذي لا يخالف مبادئ الشريعة إذ أنه يحمل قائمة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

(1)- لمزيد من التفصيل راجع الفصل الثالث، ص 166.

(2)- **The Malaysian Islamic Capital Market, Quick Facts and Glossary**, (Kuala Lumpur : Securities Commission), 2004. p16.

(3)- <http://www.sc.com.my> visited in 2012/03/07.

(4)- نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص 118.

إن حجج اللجنة ضعيفة وواهية في شرعية تداول المؤشر الشرعي إذ أن المؤشر وكما سبق تعريفه هو عملية حسابية إذ هو في الأصل شيء خيالي لا يمكن بيعه ولا شرائه وهذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 65 (7/1) بشأن الأسواق المالية القاضي بجرمة التعامل بالمؤشرات بيعا وشراء حيث جاء في القرار أنه: " لا يجوز بيع وشراء المؤشرات لأنه مقامرة بحتة وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"<sup>(1)</sup>

(1) - قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم (7/1/63) ص 122.

### خلاصة الفصل السادس:

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة، وهي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا شهري أفريل وأكتوبر، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية جواز الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة ذات الأعمال المباحة أصلا إلا أنها تتعامل ببعض الأمور المحرمة شرعا لكنه جواز مقيد بمعايير ومؤشرات شرعية هي: مؤشر 5% ومؤشر 10% ومؤشر 25%، أقرتها اللجنة وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار، وتوسيع نطاق هذه الفرص حيث يصعب تجنب كل العناصر المحرمة شرعا في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا، حيث يدخل ذلك في إطار عموم البلوى.

نسبة أسهم الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الفترة 2006-2011 في نمو مستمر، وهي تفوق نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة، نتيجة التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي إلى تعزيز مستوى ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار الشرعي، بالإضافة إلى توجه الأغلبية المسلمة في ماليزيا إلى التعامل مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والى صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث يمكن إدراك ذلك من خلال نمو صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا وحجم موجوداتها إلى إجمالي الصناديق.

إن إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجعة في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة، على الرغم من الحجج التي ساقته اللجنة الشرعية الاستشارية بتبني وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة تحقيقا للمصلحة العامة، وللتغلب على نقص السيولة دون اللجوء إلى القروض الربوية من البنوك التقليدية وفقا للقاعدة الفقهية "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضررا بارتكاب أخفهما"، حيث جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقضي بجواز بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجعة، وهو القرار الذي يختلف اختلافا تاما عن قرار مجمع الفقه الإسلامي، لأنه يعتبر هذا البيع صورة واضحة للتحويل على مقاصد الشريعة الإسلامية، فلا يجب اللجوء إليه لأنه يفتح باب الربا من حيث تم إغلاقه.

إن إصدار وتداول صكوك الإستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً.

إن عملية إصدار وتداول كل من صكوك الإجارة وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، تتم وفقاً للمعايير الشرعية المتعمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتكفل بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بالتقدير الشرعي للمستقبلات على السلع، وقد قررت بأن عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعاً وهي متوافقة مع الشريعة على خلاف رأي مجمع الفقه الإسلامي الذي يرى عدم الجواز بالتعامل بها، واعتمدت في إيجازها لها على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين، كما أنها أيضاً ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن، ولا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعاً على عكس عقود المستقبلات على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعاً، لقيامها على التعامل بالربا، أما من ناحية التسوية النقدية فتجوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبلات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم والتسوية بقيمتها من النقود من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد.

لقد أقرت اللجنة الاستشارية الشرعية لسوق رأس المال الإسلامي التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى أن البيع القصير المنظم لا يتعارض مع الشريعة باعتبار أن مبادئ إعاره واستعارة الأوراق المالية في البيع القصير المنظم تُقضي على عنصر الغرر، حيث نوقشت قضية القبض أو بيع شيء قبل حيازة ملكيته، وتبين أن أهم سبب لهذا التحريم لهذه القضية هو حدوث الغرر نتيجة لوجود احتمال كون البائع قد لا يكون قادراً على التسليم، وبما أن تحقق التسليم وتسوية العقود ودفع الالتزامات المالية دائماً مضمون، مراقب ومنظم من طرف سلطة التبادل، قدرة البائع على التسليم لم تعد مسألة مثيرة للقلق في معاملة البيع القصير، يمكن لسلطة التبادل أيضاً توفير آلية من أجل تسوية المنازعات بين الأطراف المتاجرة، مما يعني تحقيق مقاصد الشريعة، أما القضية الثانية هي اقتران البيع القصير بلعبة الحظ وقد تم توضيح أن المضاربة التي يتطلبها البيع القصير مختلفة عن القمار (الميسر)، هذا لأن المضاربة في البيع القصير تتطلب دراسة واسعة النطاق للسوق باستعمال بعض التجار لأساليب غير أخلاقية وغير شرعية بغية الحصول على الربح.

لقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، بجواز التداول بمؤشر كوالالمبور للشريعة ومؤشر داوجونز الإسلامي الماليزي طالما كانا متوافقين مع الشريعة، بحيث يكون المؤشر متكوناً من الأسهم المتوافقة مع الشريعة ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي القاضي بحرمه التعامل بالمؤشرات بيعة وشراء.