

سوق الأوراق المالية الإسلامية

"تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"

العياشي زرزار

أستاذ محاضر – قسم أ –

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر

البريد الإلكتروني: zerzar_18@yahoo.fr

الهاتف: 00213552034664

الملخص

لقد شهد النصف الأخير من القرن العشرين تجارب مهمة في مسيرة الاقتصاد الإسلامي حيث كانت بدايات إنشاء المصارف الإسلامية فضلاً عن تحول بعض المصارف التقليدية للنظام المصرفي الإسلامي، كما اتجهت بعض الدول الإسلامية إلى أسلمة نظامها المالي والمصرفي مثل ماليزيا التي كان لها السبق بإنشاء أول نواة سوق رأسمال إسلامي في الأقطار الإسلامية.

واستنتج البحث أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف عن السوق التقليدي اختلافاً تاماً في جوانب متعددة وفي الوقت الحاضر، تطور هذا السوق جنباً إلى جنب مع السوق التقليدي. وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي ويصبح هذا السوق بديلاً من السوق التقليدي الحالي ونموذجاً للمستثمرين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: سوق رأس المال الإسلامي، السوق التقليدي، نظام مالي إسلامي، الشريعة الإسلامية، التجربة الماليزية.

Abstract:

In the twentieth century, some important experiences in Islamic economic evolution had been implemented and presented an important role in establishing Islamic banks as well as the conversion of some traditional banks towards applying Islamic banking theory. Some Islamic countries, tended towards Islamizing their financial and banking systems, such as Malaysia, which considered as the world leader in establishing the first real Islamic capital market that was considered as a nucleus for the spread of its effects in other Islamic countries.

Key words: Islamic capital market, the traditional market, an Islamic financial system, Islamic law, the Malaysian experience.

مقدمة

لقد شهدت السنوات الأخيرة اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين والمحللين الماليين بالأسواق المالية في الدول النامية، فقد ثبت بالتجارب العلمية أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول، وتساهم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها مساهمة إيجابية في النمو الاقتصادي الشامل للبلاد، من خلال حجم الأموال المتداولة والعدد الكبير من الشركات التي تتداول أسهمها في تلك الأسواق تعطى مؤشراً واضحاً على مدى أهمية سوق الأوراق المالية كأحد أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول.

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

إن ظهور سوق أوراق مالية إسلامية يضيفي تغيرات نوعية ملحوظة، إذ تفتح أبواباً وأبعاداً تزيد من فاعلية الأسواق المالية العالمية في استقطاب المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية للملايين من الأفراد والمؤسسات مع ما تضيفه خصائص منتجاتهم المالية والنقدية من تأثير إيجابي على استقرار الأسواق المالية العالمية وزيادة شموليتها وفاعلية أدوارها في تنمية الاقتصاديات العالمية ورفاهية المجتمعات الإنسانية.

مشكلة البحث: إن حداثة الصناعة المالية الإسلامية وما أفرزته من مؤسسات مالية تعمل في تداول منتجات تلك الصناعة دفع بعض الدول الإسلامية إلى إنشاء سوق مالية إسلامية لتجنيب المستثمرين الحريصين على دينهم شبهات هم في غنى عنها، بل مضت لضبط تلك الأسواق في إطار المعاملات الإسلامية استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في تلك الأسواق المالية ليتسنى لجمهور

المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها فيمكن أصحاب الأموال السائلة من الاستثمار في تلك الأسواق دون الوقوع في الربا (أخذاً أو عطاء)، وبمعنى آخر:

ما أهمية إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية، وما هي مزايا تجربة سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا؟

فرضية البحث: ينطلق البحث من فرضية أساسية هي:

يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل تلك الأسواق.

منهجية البحث: من أجل التحقق من فرضية الدراسة، اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي النقدي، وهو أسلوب بحثي يهدف إلى وصف دقيق للظاهرة محل الدراسة وجمع البيانات والمعلومات الدقيقة عنها من مصادرها الأولية. وسيتم ذلك من خلال وصف سوق الأوراق المالية الإسلامية، وما يجري فيها من معاملات وعمليات، وما تقوم به من وظائف، ثم تحليل تلك الوظائف والعمليات والمعاملات في ضوء المنظور الإسلامي، ونقدها، وبيان ما يوافق الشرع منها، وما يخالف الشرع، ومقارنة هذه المعاملات والعمليات مع النظرية الإسلامية في عمل أسواق الأوراق المالية لمعرفة مدى تطابق الواقع مع النظرية، كما أن البحث بطبيعته يندرج تحت سقف المنهج الاستنتاجي الذي ينطلق من فرضية خاصة يبنى عليها تصميم البحث ويتم جمع البيانات حول الفرضية إلى أن يتم إثباتها وبالتالي نتائج البحث تكون معتمدة على إثبات صحة الفرضية ومن ثم تعميم النتائج.

أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى ما يلي

- بيان ضوابط وشروط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وذلك من خلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنموذج سوق الأوراق المالية العصرية، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشرع، ولتكون هي الغالبة من بين مجموع المعاملات، إلى أن تأخذ جميع المعاملات الصيغة الإسلامية بإذن الله.

- الوقوف على تقييم أداء تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال الواقع العملي لسوق الأوراق المالية الإسلامية مع إبراز أوجه الاختلاف فيما بينها وبين سوق الأوراق المالية التقليدية

- إلقاء الضوء على الأدوات المالية الاستثمارية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية وعرض أنواع المعاملات التي تجري فيها.

- توضيح انعكاسات مؤشرات الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية على اقتصاديات البلدان التي تعمل فيها.

- الخروج بنتائج وتوصيات تتعلق بمعايير نجاح سوق الأوراق المالية الإسلامية وتعميم التجربة الإسلامية على أسواق الأوراق المالية التقليدية الأخرى.

أهمية البحث: يمكن إبراز أهمية هذا البحث من خلال ما يلي:

- سوق الأوراق المالية الإسلامية وما تقوم به في الحياة الاقتصادية من حماية للأموال والثروات الإسلامية، واستثمارها وتنميتها والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية، مما يساهم في تطوير أسواق مالية جديدة منضبطة بالشرع.

- إن المعاملات التي تمارس في أسواق الأوراق المالية لا يحيط بأصولها وأساليبها وكيفية تنفيذها إلا القلة القليلة التي مارست التعامل مع المؤسسات الدولية وأسواق المال العالمية.

- أعلى درجات القناعة باستحالة غياب هذه السوق عن واقعنا الاقتصادي المعاصر في ظل قيام وانتشار الشركات المساهمة والتي أضحت ابرز معالم هذا العصر ولكن بعد تطهيرها من شوائبها وأدرانها.

- كان لابد من الخوض في تفاصيل ودقائق هذه السوق الإسلامية من أجل تأصيل التجربة الإسلامية في إطار عمل الأسواق المالية العالمية.

- المساهمة في رفع الاهتمام عن الإسلام بأنه متخلفاً عن ركب الحضارة ومنعزلاً عن الحياة الواقعية وأنه غير قادر على مواجهة تحديات العصر.

- إثبات أن الإسلام قادر على إقامة أسواقه الخاصة به وفق رؤيته الشرعية حتى يمكن المستثمر المسلم الحريص على دينه من استثمار أمواله دون الوقوع في الشبهات والمحرمات.

1. سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا (الطبيعة والنشأة)

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا والمقامرة وبيعو الغرر وغيرها، إذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة ولجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية¹.

1 هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004 ص 54.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء المختصين في مجال المعاملات الشرعية وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية.²

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينيات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر/تشرين الثاني 1962 م، والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983 م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي Islamic Banking Act والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل/نيسان 1983 م عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي*، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 م بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه. وقد أدى هذا إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاروي في عام 1993 م التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث أجاز البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية توفير خدمات المعاملات الإسلامية فيها.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة "Shell MDS Sdn Bhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990 م، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه، وفي فبراير/شباط من عام 1994 م، أسست "BIMB Securities Sdn Bhd"، وفقاً لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 م، وقد بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في أغسطس/آب للعام ذاته، ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية*، ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية³.

وفي 17 أبريل/نيسان 1999 م، تم وضع مؤشراً لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة "Shariah Index" حيث أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم

2 مركز تطوير صناعة الأوراق المالية، 2004، ص 12.

* أول بنك إسلامي ماليزي وهو "بنك إسلام ماليزيا برهاد"، والذي بدأ عملياته في 1 يوليو/تموز 1983 م بفرع وحيد في العاصمة كوالالمبور.

* شركات السمسرة التقليدية التي تقدم فيها السمسرة الإسلامية.

³ نقلا عن الموقع (http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf)

المتوافقة مع أحكام الشريعة وفقاً للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية.

وتعد هذه التطورات الإيجابية خطوة جوهريّة في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد ساهمت الهيئة مساهمة أساسية في تطوير هذا السوق، ومن أهم المجالات التي ساهمت الهيئة في توفيرها:

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، حيث خصص لهذا الجانب تشكيل الجهة الإدارية للهيئة، واللجنة الاستشارية الشرعية التي تهتم بعمل الدراسات والمناقشات الدورية.

- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها.

- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات، المحاضرات، وغيرها من الأساليب التي تقدم الصورة الكاملة لهذا السوق، وطبيعته، وأنشطته.

أهمية سوق رأس المال الإسلامي

يعتبر ظهور قطاع التمويل الإسلامي بصورته الشاملة والمتكاملة أحد الأمور التي تميز الاقتصاد الماليزي، وتوجد بين هذه الأطراف علاقة تفاعلية ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع، ولهذا القطاع دور فاعل في تجميع الموارد التمويلية اللازمة للأنشطة الاقتصادية في ماليزيا، حيث أن سوق رأس المال الإسلامي جزء هام ومكمل في توسيع وتعميق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا.

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها:

- توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية: يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية. وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة أنشطة هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى حماية حقوقهم القانونية وإعداد كافة التشريعات والقوانين اللازمة وتقديمها للجهات المختصة، وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني: يتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق*، لتعزيز ثقة الجمهور بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية، كما توفر السوق الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

- الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات: أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسئولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي بالتعاون مع مشاركي السوق، وقد اعتبرت الهيئة من الأهداف الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف فإن الهيئة قد عملت على ترويج الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلي على المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، لجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

- تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي: يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيداً عن الربا المحرم شرعاً، كما يساهم هذا السوق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعاً وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.

2. الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

الإسلام منهج شامل للحياة ليس فيما يتعلق بأمور العبادة فحسب، وإنما في جميع المجالات، ومن هذا المنطلق بات من الضروري إقامة سوق رأس المال الإسلامي، لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم، ويختلف هذا السوق اختلافاً تاماً عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب متنوعة أهمها:

* تخضع عملية إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها للقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة، وتم تطبيق تلك التعليمات من تاريخ 26 يوليو 2004

- الإشراف والرقابة الشرعية: وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاماً تاماً، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة* باعتباره الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة.

- العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي: تعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمه هو (إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذاً أو عطاء) لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر، والميسر، حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمور، والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية⁴.

- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية: يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة "Call Warrants" وعقود الشراء من الأسهم المشتقة "Warrants"، وعقود المستقبلات، ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها⁵.

- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة: وتعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق.

ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة: "التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية" والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها.

* الإدارة المختصة هي قسم سوق رأس المال الإسلامي تخضع عملية إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها للقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة، و تم

تطبيق تلك التعليمات من تاريخ 26 يوليو 2004 <http://www.sc.com.my>

4 اللجنة الاستشارية الشرعية، 2005، ص 17

5 اللجنة الاستشارية الشرعية، 2003، ص 5

3. أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسئولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والتأكد من التزام السوق بمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية الغراء، والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المشكلة من قبل هذه الهيئة.

أما السندات الحكومية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية مثل الإصدارات الاستثمارية الحكومية "Government Investment Issues – GII" فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي⁶.

إن أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام رئيسة كما يلي:

1.3. الملكية الإسلامية

تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية "Islamic Unit Trust Funds" والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع أو الهبة، وأما مؤشر الشريعة "Shariah Index" فلا يعد من الأدوات المالية، بل هو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا، وأهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية ما يلي⁷:

- الأسهم العادية: في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة "Shariah Compliant Securities"

- صناديق الاستثمار الإسلامية "Islamic Unit Trust Funds": صناديق الاستثمار الإسلامية هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، والمعاملات

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

7 (<http://www.klse.com.my>)

الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وصناديق الصكوك الإسلامية.

- مؤشر الشريعة "Shariah Index": المؤشر هو رقم حسابي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة. وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، وعلى سبيل المثال؛ عندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعة عليه قد ارتفعت بـ 5 نقاط، والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً، ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

- المؤشر الشرعي كوالالمبور

- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز

تم تصميم المؤشر الشرعي كوالالمبور* بتاريخ 17 أبريل/نيسان 1999 م لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

أما المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز، فقد بدأ العمل به عام 1992 م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة "Rashid Hussain Berhad"* طرح في 10 مايو/ 1996 م رسمياً، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة "Rashid Hussain Berhad" Shariah Index

* في ذلك الحين عرف بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور للأوراق المالية
** وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحاضر.

ومنذ شهر يناير /كانون الثاني 1998م، أصبح المؤشر يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ويعرف في الوقت الحاضر بالمؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة - داوجونز لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية.

2.3. الصكوك الإسلامية

في التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية⁸، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي، وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية، وبضوابط تنظم إصدارها، وتختلف أحكام الصك تبعاً لاختلاف العقد أو الصبغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، وإحدى خصائصها العائد على أساس نسبة من الربح المتحقق، وليس على أساس الفائدة التي هي نسبة ثابتة من رأس المال، وتتماشي أدواتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية وضوابطها. ويمكن تصنيف الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة كما يلي:

- 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 م، وتعتبر هذه الشهادات أول شهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية، وفي يوليو/تموز 1983 م، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا. والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً، وهذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في

⁸ هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004، ص 36

المجالات الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات.⁹

و حالياً يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقاً لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وهذه الطريقة ساهمت في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق الماليزي تطوراً كبيراً¹⁰.

- 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 1990م، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، و حالياً تصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، والمربحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة والمشاركة.

3.3. خدمات الوساطة

إن فئة الوسطاء الماليين تلعب دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطاً بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقاً لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعاً، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة بها.

أما الرقابة الشرعية أيضاً 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 المتوفرة في هذا السوق ما يلي:

- السمسرة: يمكن تعريف السمسرة شرعاً بأنها الوساطة بين البائع والمشتري مقابل أجره في غير عقد إجارة، والسمسار مسئول عن إتمام البيع والشراء في الأسهم المدرجة في البورصة بأجرة، وفي التجربة الماليزية توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية "Islamic Stockbroking Services" والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، والتي تسمح بها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للتداول بها.

9 هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2001، ص18

<http://www.bnm.gov.my> 10

- إدارة الاستثمار: إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لحفظ الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها.

وتركز صناديق إدارة الاستثمار الإسلامية في ماليزيا حالياً على أصحاب المدخرات الصغيرة حيث تتجمع من الأموال لتشكيل محافظ استثمارية وفق مبدأ التنوع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية، وعمل ودور هذه الصناديق فعلياً كالوسطاء أو الوكلاء للمدخرات، ودور إدارة الاستثمار في السوق الماليزي الحالي أشمل من هذه الصناديق.

- 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 دوراً هاماً في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة.

4. دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

شهد سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1990 م بسبب تشجيع الحكومة الماليزية ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير هذا السوق وفق استراتيجيات واضحة ومحددة، لكي تصبح بديلاً شرعياً للسوق التقليدي، ومن الإستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي:

- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي: تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقاً لأحكام الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.

- التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي: طرحت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ست أهداف جوهرية منظمة، و تم تسميتها الخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية للوضع الإستراتيجي والاتجاه

المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي لعشرة أعوام من 2001 حتى 2010 ، وأحد أهدافها الجوهرية هو اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عرضت الهيئة عدداً من الإستراتيجيات المختارة الجوهرية منها:

- توفير المنتجات والخدمات التنافسية ذات الصلة بسوق رأس المال الإسلامي بشكل مستمر.

- خلق سوق فعالة لتعبئة الصناديق الإسلامية بكفاءة وفعالية.

- التأكد من أن ماليزيا توفر أطراً تنظيمية وضريبية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق رأس المال الإسلامي.

- الحصول على اعتراف دولي باعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

- تعيين هذه الهيئة رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية

لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامي، واعترفت سوق داو جونز الإسلامية "Dow Jones Islamic Market –DJIM" بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، واعتبرته نموذجاً عالمياً في القطاع المالي الإسلامي، كما أن الحكومة الماليزية تدعم وتشجع باستمرار كافة الجهود التي تبذلها الجهات المعنية لتطوير المعاملات والخدمات المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار والتمويل الإسلامي في المستويات المحلية والعالمية.

- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي

حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم.

- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتلعب الهيئة دوراً بارزاً في إيجاد التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لدى جمهور المسلمين لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحللين المحليين أو الأجانب في مجال سوق رأس المال الإسلامي، وهذه من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة، والندوات والمؤتمرات في المحافل المحلية أو الدولية.

5. دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تقوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالعديد من المهام في مجال الرقابة والمراجعة، وتقديم الاستشارات، وإصدار القرارات، والتوعية والتوجيه والتدريب للعاملين، وتفعيل وتطوير الأدوات المالية، والرد على أسئلة واستفسارات المتعاملين ويمكن عرض أهم هذه المهام فيما يلي:

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

- مركز للاستشارة والمراجعة: وتعتبر هذه اللجنة مركزاً للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذا السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بهذا السوق إن طلب منها، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية. كما إنها أيضاً مسئولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين، ومساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما تقدم التوجيهات المتعلقة بالتعامل

بالأوراق المالية التقليدية، وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

- إصدار القرارات المتعلقة بكافة القضايا الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي لتوجيه جمهور المسلمين: وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من المخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين. ويساهم المستشار الشرعي الداخلي المستقل في هذه اللجنة لاسيما في إصدار الصكوك الإسلامية بدور بارز في تقرير الرأي الشرعي والإرشادات المتعلقة بالعمليات الداخلية للشركات فقط، ولا تقع عليه مسؤولية إصدار القرارات لجمهور المسلمين ككل التقرير السنوي¹¹

- الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية: تتولى اللجنة الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، وتوجه إليها الأسئلة من الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، أو الشركات المساهمة، أو المستثمرين، أو

¹¹ مهند، أبو شعبان، مقترح فتح نافذة إسلامية في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين: 2010، ص 53.

الحكومة الماليزية نفسها، بما في ذلك جمهور المسلمين ليعرفوا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

- توعية العاملين والمتعاملين: تقوم اللجنة بالتوعية والتعريف بنظام التمويل الإسلامي في ماليزيا، من خلال عقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين في مجال المعاملات المالية المعاصرة، والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمعاملات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية تطبيق المعاملات والأدوات المالية

الإسلامية في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا. وكيفية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها.

وعلى الرغم من الدور الهام الذي تقوم به اللجنة الاستشارية الشرعية، إلا أن هذا الدور لم يصل إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة، وانحصر هذا الدور في اتجاهين أساسيين هما:

- دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة: واتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة و المتداولة في سوق رأس المال التقليدي "البورصة"، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال، الأسهم العادية، وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة، وعقود المستقبلات. لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقاً لأحكام الشريعة.

- تفعيل الأدوات المالية الشرعية: ويكون ذلك عن طريق تكييف الأدوات المالية الإسلامية، والتي لا تتداول في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق مستقل أي سوق رأس المال الإسلامي.

وتلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دوراً كبيراً في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية " قسم سوق رأس المال الإسلامي " ومن أهم الأدوات المالية الشرعية المتداولة في ماليزيا الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات الخاصة على أسس البيع بالثمن الآجل، والمربحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة، والمشاركة، حيث يقوم المستشار الشرعي المتخصص في رقابة المعاملات بمراجعتها وتقييمها بما يتوافق مع المعاملات الشرعية.

أن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضاً بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دوراً عظيماً في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتضطلع بالأعباء الكبيرة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في معاملات السوق.

الخاتمة

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف عن السوق التقليدي اختلافاً تاماً في جوانب متعددة وفي الوقت الحاضر، تطور هذا السوق جنباً إلى جنب مع السوق التقليدي. وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي ويصبح هذا السوق بديلاً من السوق التقليدي الحالي ونموذجاً للمستثمرين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق أيضاً مهماً لتحقيق أحد أهداف الخطط الرئيسية بأن يصبح هذا السوق مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

مجموعة من النتائج التالية:

- قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية، والشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية. إلا أن هذا البديل ظل محصوراً في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية ولم يشكل بذاته

بورصة مستقلة للأوراق المالية الإسلامية عن البورصة التقليدية.

- بعض الأدوات المالية الجديدة والقبالة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجعة وصكوك الاستصناع لا تعتبر من الأدوات المالية الشرعية لأنها لا تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء. الأمر الذي يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية ويعزى ذلك إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب في تقييم مدى شرعية بعض المعاملات التي تتم في البورصة بين مبيع لها حسب حججه وأدلته، وبين محرم لتلك المعاملات.

- إن إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المربحة في التجربة الماليزية لا يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة، والذي أجمع الفقهاء على تحريمه، على الرغم من الحجج التي ساقتها اللجنة الشرعية الاستشارية بتبني وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة تحقيقاً للمصلحة العامة، وللتغلب على نقص السيولة دون اللجوء إلى القروض الربوية من البنوك التقليدية وفقاً للقاعدة الفقهية "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضرراً بارتكاب أخفهما" وذلك يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية، ويعزى ذلك إلى أن بناء نظرية سوق الأوراق المالية الإسلامية في الأساس قائم على فروض وتصورات خاطئة لا تتوافق ولا تنسجم مع أرض الواقع.

- إن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تتم وفقاً للمعايير الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتم اعتمادها أيضاً من اللجنة الاستشارية الشرعية، وذلك يعزز رفض الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية والذي يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل سوق رأس المال الإسلامي.

- إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سوق يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي، وبالرغم من ذلك إلا أن سوق رأس المال الإسلامي غير مستقل عن السوق التقليدية.

- إن الرقابة الشرعية التي تمارس من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتمثل المرجعية لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.

- إن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية أقرت المعايير والمؤشرات المحددة لقبول الأسهم الصادرة عن الشركات التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة ولكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعاً، طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج ويتماشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين.

- الاعتراف الدولي ببعض الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال بورصة لابوان المالية العالمية مثل الصكوك الدولية الماليزية، والتي أصدرتها وفق مبدأ الإجارة. والتي لاقت إقبالا كبيرا، ذلك يعزز رفض الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي للنظرية والذي يعزى إلى عدم الالتزام بالمعايير والضوابط الشرعية التي تنظم عمل سوق رأس المال الإسلامي.
 - أن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضاً بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دوراً عظيماً في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
 - إن تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا تعد تجربة هامة على طريق بناء وتطوير التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية والصناعة المالية الإسلامية، إلا أنها بحاجة لمزيد من التطوير لتصبح موافقة للشريعة، مع التأكيد على دور الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.
- وبناء على هذه النتائج توصل الباحث إلى مجموعة من التوصيات:
- ضرورة إنشاء بورصات أوراق مالية محلية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها.
 - إعادة النظر والبحث المتعمق من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية في بعض إصدارات الصكوك مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المراجعة، وصكوك الاستصناع والتي يطبق فيها بيع العينة وبيع الدين للتأكد من أن كافة الصكوك الإسلامية الماليزية قابلة للتداول على المستوى العالمي لاسيما في سوق الشرق الأوسط.
 - ضرورة استقلال البورصة الإسلامية للأوراق المالية عن البورصة التقليدية الحالية لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء بشكل خاص.
 - ضرورة التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والحكومة الماليزية ومشاركي السوق لضمان تحقيق أهداف الخطة الرئيسية لسوق رأس المال، لاسيما الهدف المتعلق بجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

- ضرورة التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية وهيئات الأوراق المالية في الدول الأخرى لاسيما في دول الشرق الأوسط لضمان تطوير سوق رأس المال الإسلامي وتدعيمه على المستوى العالمي في المستقبل.

- توصي الدراسة العلماء والباحثين في الصناعة المالية الإسلامية أن يعملوا على تطوير أدوات مالية إسلامية وذلك باستحداث أدوات مالية جديدة خاصة ولا يكتفوا بتكييف الأدوات المالية التقليدية في ميزان الشريعة الإسلامية، لجذب أكثر المستثمرين للمشاركة في الصناعة المالية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

قائمة المراجع

- هارون محمد صبري، أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان الأردن 1999.
- الخليل أحمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، السعودية، ط2، 2005.
- التميمي وسلام ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن ط1، 2004.
- فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998.
- حمود سامي حسن، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، البنك الإسلامي للتنمية- جدة، المملكة العربية السعودية، 1998.
- حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
- رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، البحرين، 1993.
- هاني نصار، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة فلسطين، 2007.
- مهند، أبو شعبان، مقترح فتح نافذة إسلامية في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين: 2010.

Websites:

- <http://www.klse.com.my>
- http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia
- <http://www.isegs.com>
- <http://asianbondsonline.adb.org>
- <http://rmbond.bnm.my/wwwbis/fbdevelop.html>
- <http://www.min.com.my/html/penerbitan.html>
- <http://www.mdex.com.my>
- <http://www.bnm.gov.my>
- <http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf>
- <http://www.sc.com.my>
- <http://fatwa.saaaid.net>
- <http://www.iimm.bnm.gov.my/index.php>