

Bait Al-Mashura Journal

مجلة بيت المشورة

مجلة دولية محكمة في الاقتصاد والصرافة الإسلامية

العدد (5) دولة قطر - أكتوبر 2016م



تصدر عن



ISSN : 2409-0867 إلكتروني

ISSN : 2410-6836 ورقي

mashurajournal.com

شركة بيت المشورة للاستشارات المالية
Bait Al-Mashura Finance Consultations Company

تعزير البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية - ماليزيا نموذجاً

أ. زوبير بولحبال

أستاذ مساعد قسم أ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار - عنابة، الجزائر.

(سُلم البحث للنشر في ٣١ / ١ / ٢٠١٦م، واعتمد للنشر في ٣ / ٢ / ٢٠١٦م)

الملخص:

تعتبر ماليزيا دولة بارزة، نجحت في تطوير سوق مالية إسلامية تتسم بالرواج والحيوية، وعرض منتجات وخدمات متنوعة، سمات جعلتها تحتل مكانة هامة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وتصبح مركزاً دولياً متخصصاً في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، والاستثمار فيها. ويهدف البحث إلى تسليط الضوء على البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية، وإبراز مراحل تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا، وعوامل نجاحها. وذلك من خلال: وصف السوق المالية الإسلامية، وبنيتها التحتية، وتحليل مكونات البنية التحتية، وبيان دورها في تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا. وتوصل البحث إلى أن تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا، مرّ بثلاث مراحل رئيسية: مرحلة التأسيس، تبعثها مرحلة القبول، ثم مرحلة التنمية الاستراتيجية. وتم التركيز، خلال هذه المراحل، على إيجاد وتعزير مكونات البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية، والمتمثلة في: إطار - قانوني، وتنظيمي، وضريبي - ملائم وفعال، وإطار سليم للحوكمة الشرعية، وتنمية المهارات البشرية المتخصصة في المالية الإسلامية، وعرض منتجات وخدمات واسعة ومتنوعة.

الكلمات الدالة: السوق المالية الإسلامية، البنية التحتية، التجربة الماليزية، مراحل التطور، عوامل التطور.

Abstract :

Malaysia is a distinct country that has developed a viable Islamic Capital Market (ICM), offering a variety of products and services, important in financing development projects, and an international hub for Islamic securities. Therefore, the purpose of this paper is to examine ICM infrastructure, highlight the development stages of the Malaysian ICM, and determine the important factors contributing to its success; by describing ICM and its infrastructure, analysing the components of this infrastructure, and showing their roles in the development of Malaysian ICM. The paper concluded that the development of Malaysian ICM went by three main stages: discovery then acceptance and then strategic development, and during these stages the efforts were focused on creating and strengthening the components of ICM Infrastructure, which include: a facilitative and efficient legal, regulatory and tax framework; a sound Shariah governance system; development of talent specialized in Islamic finance and a wide range of products and services.

Keywords: Islamic Capital Market, ICM Infrastructure, Malaysian experience, Development stages, Development factors.

المقدمة

السوق المالية الإسلامية، سوق تمارس فيها النشاطات بطريقة لا تتعارض مع الدين الإسلامي، ومعاملاتها قائمة على المبادئ الإسلامية في الاقتصاد، وخالية من عناصر محرمة: كالربا، والميسر، والغرر، ومنع تداول أسهم الشركات التي تتاجر في أنشطة أو مواد محرمة، حسب الشريعة الإسلامية. وتعمل السوق المالية الإسلامية على تقديم بديل شرعي للسوق المالية التقليدية، وتكملة النظام المصرفي الإسلامي، من حيث توسيع وتعميق المعاملات المالية الإسلامية. وبالمقارنة مع المصرفية الإسلامية والتكافل، فإن السوق المالية الإسلامية قطاع حديث، ولا يوجد عدد كبير من الدول التي قامت بتطويره.

ومن بين أهم العوائق أمام تطور السوق المالية الإسلامية، ضعف البنية التحتية الداعمة لها، وتشمل البنية التحتية أطر العمل والنشاط المتعلقة ب: التشريعات، والضوابط، والقوانين، والضرائب، ورأس المال البشري، والشريعة. ورغم أن بعض الدول المسلمة: كالجحرين، وماليزيا، والإمارات العربية المتحدة، الذين يعتبرون من بين المراكز الرئيسية للمالية الإسلامية، قد طوروا بنى تحتية متينة، فإن دولاً أخرى كثيرة، تبقى فيها البنية التحتية الداعمة لصناعة الخدمات المالية الإسلامية ضعيفة، أو غير موجودة تماماً.

من ناحية أخرى، سعت السلطات الماليزية، منذ ثمانينات القرن الماضي، إلى النهوض بقطاع المالية الإسلامية، عبر تنمية نظام مصرفي إسلامي يسمح بتعبئة الموارد المالية الضرورية: لإقامة المشاريع، وإشراك قومية «الملايو» المسلمة في عملية التنمية. وأدى النمو السريع والكبير، لصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا، إلى زيادة حاجتها لسوق مالية إسلامية، وما توفره من أدوات مطابقة لمبادئ الشريعة، تعالج من خلالها مشكلة إدارة السيولة. وحظيت هذه السوق باهتمام كبير من قبل السلطات الماليزية؛ لتطويرها وجعلها سوقاً حيويةً وبديلاً منافساً بامتياز للسوق المالية التقليدية، وتعرض مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات المالية المبتكرة: ففي نهاية سنة ٢٠١٤، قرابة ٥٥%^(١) من الإصدارات الإجمالية للسندات عبارة عن صكوك، وحوالي ٧٤%^(٢) من الأوراق المالية، المقيدة في البورصة، عبارة عن أوراق مالية مطابقة للشريعة.

(1) Securities Commission Malaysia, «Malaysian ICM», Bi-annual bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, July-December 2014, Vol 9 N° 2, p. 21.

(2) Idem.

أهمية البحث:

تتبع أهمية البحث من أهمية السوق المالية الإسلامية، ودورها في دعم النظام المصرفي الإسلامي، وتوسيع العمل بالأدوات المالية الإسلامية. وتعتبر التجربة الماليزية تجربة متميزة ورائدة في المجال، ودراستها ستمكن من وضع إطار توجيهي؛ لخلق البنية التحتية الداعمة لتطور السوق المالية الإسلامية، وتعزيز مكوناتها في الدول المسلمة الأخرى.

مشكلة البحث:

يتطلب نجاح عملية تطوير السوق المالية الإسلامية بنية تحتية قوية، لديها عدة مظاهر ومكونات، غائبة بشكل عام داخل كثير من الدول المسلمة. وعملية إيجاد هذه البنية التحتية وتعزيزها، يتطلب رفع العديد من التحديات، ومواجهة عدة صعوبات وعقبات، تعاني منها أغلب الدول المسلمة. غير أن ماليزيا نجحت -إلى حد بعيد- في تطوير سوق مالية إسلامية رائجة وحيوية. وعليه تتمحور مشكلة البحث حول التساؤل التالي:

ما مدى مساهمة مكونات البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية في تطوير السوق الماليزية؟

حدود البحث:

تركز الدراسة على مناقشة مكونات البنية التحتية الداعمة لتطور السوق المالية الإسلامية، ثم ينحصر تطبيقها في السوق المالية الإسلامية بماليزيا. وتم اختيار التجربة الماليزية كونها تجربة متميزة بأبعادها المختلفة، ورائدة بالإنجازات المحققة والابتكارات المتعددة.

أهداف البحث:

- ١- تبيان دور السوق المالية الإسلامية، ومكونات البنية التحتية الداعمة لتطورها.
- ٢- إبراز أهم المراحل التي مرّت بها عملية تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا.
- ٣- إبراز الدور الهام الذي لعبته مكونات البنية التحتية، في ضمان نجاح تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا.
- ٤- الاستفادة من تجربة ماليزيا في وضع سياسات، تركّز على خلق البنية التحتية وتعزيزها، بهدف تنمية السوق المالية الإسلامية في بقية الدول المسلمة.

منهج البحث:

اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لمعالجة مشكلة الدراسة. وتم جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بالجوانب المختلفة لموضوع الدراسة، من المجالات العلمية، والمقالات المنشورة على مواقع الإنترنت، ومن إصدارات الهيئات المحلية المتنوعة، في شكل: أنظمة، وقوانين، ودراسات، وإحصائيات، نشرت في مواقعها الإلكترونية الرسمية. وتم تحليل، ومناقشة، وعرض، هذه البيانات والمعلومات، بطريقة علمية متسقة؛ للوصول إلى نتائج البحث.

الدراسات السابقة:

١- دراسة: منتدى السلطات التنظيمية للأسواق المالية (COMCEC CMR)، 2013 (٣) تناولت الدراسة مفهوم السوق المالية الإسلامية، ونشأتها، وأهم مظاهرها، وأبرزت التطورات التي عرفتها عبر مختلف دول العالم. وتوصلت الدراسة إلى أن البنية التحتية القوية، تلعب دوراً هاماً في نجاح تطور السوق المالية الإسلامية في أية دولة. وتتكون البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية من أربع مكونات رئيسية: الأطر القانونية والتنظيمية والضريبية، والحوكمة الشرعية، وتنمية المهارات، والخدمات والمنتجات.

٢- دراسة: (Razazila Wan Abdullah, Roudaki Jamal and Murray Clark) (٤) قامت الدراسة بتتبع مسيرة تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا، وتحديد أجهزة الرقابة عليها، وإبراز إنجازاتها الرائدة. وتوصلت الدراسة إلى أن نمو السوق المالية الإسلامية بماليزيا، كان سريعاً وناجحاً مقارنة بالدول المسلمة الأخرى. وحظيت السوق المالية الإسلامية بماليزيا، بدعم كبير ومستمر من الحكومة. وارتكزت عملية تطوير السوق على عدة جوانب هامة: ابتكار المنتجات، والحوافز الضريبية، وتنمية الموارد البشرية، والأطر التنظيمية، وتحرير السوق، وحرص أجهزة التنظيم والمشاركون في السوق على جعل ماليزيا، مركزاً دولياً للأسواق المالية الإسلامية.

(3)The Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organisation of the Islamic Cooperation - Capital Market Regulator Forum (COMCEC CMR), Report of the Islamic finance task force, Enhancing infrastructure for Islamic capital market, Published by Securities Commission Malaysia, Capital Market Development Authority Maldives and Capital Market Board of Turkey, 2013.

(4)Wan Razazila, Wan Abdullah; Roudaki, Jamal and Murray, Clark; The Evolution of The Islamic Capital Market in Malaysia, Lincoln University, New Zealand, Undated.

٣- دراسة: (Abdul Aziz Akhtarzaite) 2007^(٥) قامت الدراسة بمتابعة تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا، منذ سنة ١٩٩٠، وفحص دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تعزيز تطور السوق، وكذلك دور الإطار التنظيمي والإشرافي، إلى جانب عرض أهم أدوات الاستثمار الإسلامي بالسوق الماليزية. وتوصلت الدراسة إلى أن التطور السريع للسوق المالية الإسلامية بماليزيا، كان بفضل بيئة تنظيمية وضريبية ملائمة ومحفزة، بيئة تم تصورها وتصميمها من خلال صياغة مخططات توجيهية وتنفيذها. ويعود الفضل أيضا، إلى مساندة صناعة السوق المالية بماليزيا للجهود الحكومية، وتجاوبها مع الحوافز الممنوحة لها، عبر إصدار العديد من المنتجات المالية القائمة على المبادئ الإسلامية.

٤- دراسة: المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية (IOSCO)، 2004^(٦) قامت الدراسة بتحديد معالم صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وبينت دور السوق المالية الإسلامية بداخلها، وعاينت مدى تطور الأسواق المالية الإسلامية عبر العالم. وتوصلت الدراسة إلى أن خدمات ومنتجات السوق المالية الإسلامية، يمكن إدراجها وتطويرها داخل أية سوق مالية، تكون منظمة بشكل جيد. وتمثل السوق المالية الإسلامية جزءاً من الأسواق المالية ككل، وبالتالي ينبغي أن تتطابق مع مبادئ وأهداف المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية المتعلقة ب: حماية المستثمر، والشفافية والإفصاح، وتجنب المخاطر النظامية.

وتميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، بتركيزها على مكونات البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية، وعلى التجربة الماليزية الرائدة في تطوير السوق المالية الإسلامية؛ من أجل تكوين فكرة شاملة ومفصلة عن المراحل، والإجراءات والسياسات المتبعة، لإنشاء البنية التحتية الداعمة للسوق المالية الإسلامية وتعزيزها.

هيكلية البحث:

لمعالجة مشكلة البحث تم تقسيمه كما يلي:
المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية وبنيتها التحتية.
المبحث الثاني: السوق المالية الإسلامية بماليزيا ومراحل تطورها.
المبحث الثالث: العوامل الرئيسية المساهمة في تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا.

(٥) «Capital Market in Islamic Framework : Malaysian Experience»؛ المؤلف Abdul Aziz, Akhtarzaite. المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول الأسواق المالية والبورصات، أفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، 6-8 مارس 2007.

(6) The International Organization of Securities Commissions (IOSCO); Report of The Islamic Capital Market task force, July 2004.

المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية وبنيتها التحتية:

وفيه ثلاثة مطالب:

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية:

عرف (Abdul Aziz Akhtarzaite)^(٧)، السوق المالية من خلال الوظيفة التي تؤديها، والمتمثلة أساساً في: العمل كآلية لتيسير تحويل الأموال القابلة للاستثمار، من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، عبر بيع أوراق مالية في شكل أسهم وسندات، وبالتالي توفر السوق المالية منصة لإصدار أوراق الدين أو الملكية في السوق الأولية، وتيسر تداولها في السوق الثانوية، ما يوفر نوعاً من السيولة لحاملي هذه الأوراق.

ولأداء الوظيفة السابقة، ينبغي وجود ثلاثة مشاركين رئيسيين في السوق: المصدرون، والوسطاء، والمستثمرون. ويصدر المصدرون أوراقاً مالية، بهدف رفع موارد مالية لتمويل نشاطاتهم المختلفة، وعادة ما يتكونون من: شركات، ومؤسسات أعمال، وحكومات، ووكالات حكومية، وبنوك. ويؤدي الوسطاء، مثل: سماسرة الأوراق المالية، وبيوت السمسرة، وبنوك الاستثمار، وظيفة مقابلة احتياجات التمويل للمصدرين، مع احتياجات الاستثمار للمستثمرين، عبر التكفل بطرح الإصدارات الجديدة في السوق، وأخذ عمولة مقابل الخدمة المقدمة. ويهدف المستثمرون، من وراء استثمار الفوائض المالية عبر شراء الأوراق المالية، إلى تقليل المخاطر وتعظيم العوائد.

ولا يختلف تعريف السوق المالية الإسلامية عن تعريف السوق المالية عموماً، ولكن يضاف إليه ضرورة تطابق نشاط السوق المالية الإسلامية مع متطلبات الشريعة، وبالتالي يمكن وصف السوق المالية الإسلامية على أنها: سوق تمارس فيها النشاطات بطريقة لا تتعارض مع الدين الإسلامي، ومعاملاتها قائمة على المبادئ الإسلامية في الاقتصاد، وخالية من عناصر محرمة: كالربا، والميسر، والغرر^(٨)، ومنع تداول أسهم الشركات التي تتاجر في أنشطة أو مواد محرمة، حسب الشريعة الإسلامية^(٩). وتسعى هذه السوق، لتقديم بديل شرعي للسوق المالية التقليدية، وتكملة النظام المصرفي الإسلامي، من حيث توسيع وتعميق المعاملات المالية الإسلامية. ولضمان التزام أنشطة السوق المالية الإسلامية بمبادئ الشريعة الإسلامية، فإنها تخضع لرقابة وإشراف: الهيئات الشرعية، والخبراء، والمختصين في مجال فقه المعاملات المالية.

(7) Abdul Aziz, Akhtarzaite; op cit, p 2.

(8) Ibid, p 3.

(9) Wan Razazila, Wan Abdullah; et al; op cit, p 1.

وتعتبر السوق المالية الإسلامية، قطاعاً متكاملًا مع القطاعات الأخرى للنظام المالي الإسلامي، وتبرز أهميتها المتزايدة من خلال: دورها في تعبئة الأموال، وتوجيهها نحو النشاطات الإنتاجية، وتوفير فرص استثمارية؛ لإدارة فوائض الأصول المالية في المؤسسات المالية الإسلامية. فإقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة؛ لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومدّه بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، إلى جانب تشجيع الأفراد على استثمار الفائض من الدخل في قنوات إدارية، تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم درجة عالية من السيولة^(١٠).

المطلب الثاني: نشأة السوق المالية الإسلامية:

كانت نشأة السوق المالية الإسلامية، بفعل التطورات الكبيرة التي عرفتها المصارف الإسلامية وشركات التكافل، من حيث زيادة حجم أصولها المالية، التي لم تقابلها فرص استثمارية بنفس الحجم. فقد برزت الحاجة إلى سوق مالية يمكن الاستثمار، من خلالها، في أوراق مالية مطابقة لمبادئ الشريعة؛ الأمر الذي دفع، العديد من السلطات في الدول المسلمة، إلى خلق سندات إسلامية أو صكوك، تمكن المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة أصولها.

نشأة السوق المالية الإسلامية، هو تطور طبيعي في صناعة المالية الإسلامية، تم خلاله خلق أو ابتكار منتجات مالية متنوعة، ومطابقة لمبادئ الشريعة الإسلامية. وعلى أساس أنواع المنتجات المبتكرة، يمكن تمييز المراحل التي مرت بها نشأة السوق المالية الإسلامية.

فقد كانت البداية بالسندات الإسلامية أو الصكوك، التي تعد أولى أدوات السوق المالية الإسلامية. وجاءت أول مبادرة من قبل الحكومة الأردنية، عبر سن القانون رقم ١٣ لسنة ١٩٧٨، والذي سمح للمصرف الأردني الإسلامي بإصدار سندات إسلامية عرفت بسندات المقارضة، وتبعه سن قانون سندات المقارضة (١٩٨١)، لتنمية أملاك الأوقاف الأردنية. وحدثت مبادرة مماثلة في باكستان، عبر سن قانون خاص سمي: مرسوم شركات المضاربة والمضاربات (١٩٨٠)، المتمم بقواعد شركات المضاربة والمضاربات (١٩٨١)^(١١). ورغم أن الحكومتين الأردنية والباكستانية، كانتا السابقتين لوضع إطار قانوني خاص بإصدار السندات الإسلامية، إلا أن أول إصدار كان بمبادرة من الحكومة الماليزية، بعد سن قانون الاستثمار الحكومي (١٩٨٣)،

(١٠) نصري، رائد وشوشان خديجة: «الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية»، المؤتمر الدولي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي،

اسطنبول، تركيا، ١٠-٠٩-٢٠١٢، ص ٤.

(١١) IOSCO; Report of The Islamic Capital Market task force, op cit, p 28-27.

الذي مكن الحكومة الماليزية من إصدار شهادات استثمار على أسس إسلامية، يستطيع البنك الإسلامي الماليزي الاستثمار فيها للوفاء بمتطلبات السيولة المقررة، فضلا عن توظيف موارده المالية العاطلة^(١٢). وبعد إصدار السندات الإسلامية في ماليزيا، أصدرت الحكومة الكويتية سندات من دون فوائد، وأصدرت إيران سندات المشاركة، القائمة على أساس مبدأ المضاربة. ليتوسع إصدار الصكوك، ويشمل عدة أسواق مالية منتشرة عبر أرجاء العالم.

بعد الصكوك أو السندات الإسلامية، تحولت الجهود نحو وضع معايير خاصة من قبل علماء الشريعة، يتم على أساسها تحديد الأسهم المطابقة للشريعة ومراجعتها، ويتم الإعلان عنها في قوائم خاصة، تسهل عملية البحث عن هذه الأسهم، وتعيينها من جانب المستثمرين الحريصين على احترام مبادئ الشريعة. ووضعت أول قائمة للأسهم المطابقة للشريعة في ماليزيا سنة ١٩٨٣، بمبادرة من بنك إسلام ماليزيا المحدود. وبعدها أخذت العملية شكلا رسميا، فقد أصبحت مهمة وضع معايير المطابقة الشرعية، وتحديد الأسهم المصادق عليها شرعيا، من مهام هيئة الأوراق المالية الماليزية، التي نشرت أول قائمة للأسهم المطابقة للشريعة في يونيو ١٩٩٧.

توافر الصكوك والأسهم المطابقة للشريعة، سمح بإنشاء صناديق للاستثمار الإسلامي، تختص بتعبئة الموارد المالية، واستثمارها وفق مبادئ الشريعة الإسلامية. ولم يمض زمن طويل، حتى زادت حركة إنشاء هذه الصناديق وزاد عددها. وكان صندوق الدخل أمانة (The Amana Income Fund) أول صندوق أسهم إسلامية، تأسس في الولايات المتحدة الأمريكية، في يونيو ١٩٨٦، من قبل منظمة الأمانة الإسلامية لشمال أمريكا (The North American Islamic Trust): وهي منظمة في ولاية (إنديانا) تشرف على تمويل المساجد في الولايات المتحدة.

تعيين الأسهم المطابقة للشريعة، ساهم أيضا في وضع مؤشرات أسهم إسلامية، تقيس الأداء وتستخدم كمرجع لتقييم الأوراق المالية الإسلامية. وأدرج أول مؤشر للأسهم الإسلامية في بورصة ماليزيا، في مايو ١٩٩٦^(١٣). ولم يتوقف توسع تشكيلة منتجات السوق المالية الإسلامية عند المؤشرات الإسلامية، بل شمل أيضا المنتجات الإسلامية لإدارة المخاطر، وذلك لتلبية جميع احتياجات الراغبين في الاستثمار أو إدارة المخاطر، عبر منتجات مالية تتطابق مع مبادئ الشريعة^(١٤).

(12) Sudin, Haron; Towards Developing a Successful Islamic Financial System : A Lesson From Malaysia, Kuala Lumpur Business School, Working Paper Series 2004_003, p 6.

(13) IOSCO; Report of The Islamic Capital Market task force, op cit.

(14) Idem.

المطلب الثالث: البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية:

وفيه أربعة فروع:

الفرع الأول: الإطار القانوني والتنظيمي والضريبي:

يعتبر الإطار القانوني والتنظيمي والضريبي، الركيزة الأساسية للسوق المالية الإسلامية، فشمولية ووضوح هذا الإطار من الأمور الضرورية؛ لتشجيع تطور السوق المالية الإسلامية بشكل منتظم، بما أنه يوفر الأساس السليم والباعث على تنمية المنتجات والخدمات، ويضمن وجود نظام إشراف فعال، يزيد ثقة المستثمرين، ويشجع على زيادة المشاركين في السوق^(١٥).

بالنسبة للإطار القانوني، فقد نتج عن غياب نظام إسلامي شامل، لفترة طويلة من الزمن، غياب البنية التحتية القانونية، التي بإمكانها دعم استخدام المعاملات المالية الإسلامية في الزمن الراهن، فالتطبيق الناجح للشريعة الإسلامية في المعاملات المالية المعاصرة، يتطلب توفير البنية التحتية القانونية الداعمة له^(١٦). وبما أن أغلب الدول المسلمة تبنت، سواءً الإطار القانوني العام أو القانون المدني، فإن أنظمتها القانونية لا تحتوي على قوانين وتشريعات، تعالج الخصائص الفريدة للمنتجات المالية الإسلامية. وهو ما يدعو إلى سن قوانين وتشريعات خاصة، يمكنها دعم وترقية صناعة الخدمات المالية الإسلامية. وتجدر الإشارة إلى ضرورة تجنب سن قوانين، في شكل عبارات وبنود عامة، تنقصها تفاصيل مختلف أنماط التمويل الإسلامي، وإغفال على سبيل المثال: معالجة منع تداول الأصول الحقيقية، وحيازة حصص الملكية، وغياب إجراءات تعالج ازدواجية الضرائب في المعاملات المالية الإسلامية، أما محاولة سد النقائص من خلال الضوابط التنظيمية، فلن يعترف بها داخل المحاكم القانونية، وبالتالي هناك حاجة لسن قوانين مفصلة، تشمل المبادئ الإسلامية للمعاملات المالية، والإجراءات الإدارية للقيام بهذه الأنشطة.

وينبغي أن تركز منتجات السوق المالية الإسلامية على وثائق قانونية سليمة، تحدد حقوق وواجبات جميع الأطراف، والنظام الذي بداخله، مثل هذه الحقوق والواجبات، يتم مراعاتها بشكل قانوني^(١٧) كذلك، غياب المحاكم الإسلامية في أغلب الدول المسلمة، جعل العقود الإسلامية غير ملزمة قانونياً، ما يزيد من المخاطر القانونية لهذه العقود. ومن غير المتوقع تغيير النظام القضائي بأكمله، إلا أنه

(15) COMCEC CMR: op cit, p 4.

(16) Ahmed, Habib: «Islamic law, adaptability and financial development», Islamic Economic Studies, Vol. 13, No. 2, IRTI, February 2006, p 92.

(17) COMCEC CMR: op cit, p 5.

يمكن تأسيس محكمة إسلامية خاصة، قادرة على فهم العقود المالية الإسلامية والزام تنفيذها، وإنشاء مراكز تحكيم لتسوية النزاعات المتعلقة بالمصرفية والمالية الإسلامية^(١٨).

من ناحية أخرى، يقوم الإطار التنظيمي، لمنتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية، على مقاربة تهدف إلى تحقيق الإفصاح والشفافية^(١٩) نظرا لكون الإفصاح والشفافية يوفران جوا من الثقة بين المتعاملين، وهما مطلبان شرعيان مستمدان من شروط العقود المالية، فلا تصح العقود إلا بانتفاء الجهالة، وشرطا الإفصاح والشفافية كضيلان بنفي الجهالة عن السوق المالية الإسلامية^(٢٠). وحتى تكون منتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية، مقبولة من طرف جميع المستثمرين والمصدرين، فمن الضروري أن تتطابق مع المبادئ المقبولة عالميا لتنظيم الأسواق المالية، أي: ينبغي عليها توفير نفس مستوى الحماية للمستثمرين، وتعرض داخل أسواق عادلة، وكفاءة، وشفافة. فقد نصت أهداف ضبط الأسواق المالية للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية (IOSCO) على: حماية المستثمر، والشفافية والإفصاح، وتجنب المخاطر النظامية.

وضمن تقرير أعده فريق العمل حول السوق المالية الإسلامية، التابع للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية (IOSCO Task Force on ICM)، في يوليو ٢٠٠٤، حول وضعية التنمية والتنظيم في السوق المالية الإسلامية عبر العالم، خلص فيه إلى أن: السوق المالية الإسلامية تمثل جزءا هاما من أسواق الأوراق المالية ككل، ومبادئ وأطر ضبط الأوراق المالية التقليدية تطبق - بالمثل - على السوق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى عمليات المطابقة الشرعية^(٢١). وبعدها في سبتمبر ٢٠٠٨، تم نشر تقرير لاحق بعنوان: تقرير المالية الإسلامية للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية: تحليل مدى تطبيق مبادئ وأهداف تنظيم الأوراق المالية للمنظمة الدولية على منتجات الأوراق المالية الإسلامية، لتقييم مدى ملاءمة المبادئ الجوهرية للمنظمة الدولية، لمنتجات وممارسات المالية الإسلامية. ولم يكشف التقرير في تحليله، عن أية مشاكل بالنسبة لانسجام المبادئ الجوهرية، للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية، مع سوق الأوراق المالية الإسلامية^(٢٢) والنتائج في المجمل، متوافقة بشكل

(18) Ahmed, Habib; op cit, p 49-59.

(19) COMCEC CMR; op cit, p 4.

(٢٠) نصري، راند وشوشان خديجة؛ مرجع سبق ذكره، ص ٦.

(21) IOSCO; Report of The Islamic Capital Market task force, op cit, p 50.

(22) The International Organization of Securities Commissions (IOSCO); Analysis of the application of IOSCO's objectives and principles of securities regulation for Islamic securities products, September 2008, p 32.

عام مع نتائج تقرير المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية لسنة ٢٠٠٤^(٢٣) من حيث عدم وجود حاجة لتصميم مبادئ تنظيمية منفصلة، بما أن مبادئ وأهداف المنظمة الدولية لضبط الأوراق المالية، يمكن تطبيقها على السوق المالية الإسلامية. أما بالنسبة للإطار الضريبي، فإن الأوراق المالية الإسلامية، تحتاج لنظام ضريبي شامل يعالج المسائل المتعلقة بحيادية الضرائب، إلى جانب حوافز ضريبية ملائمة، تسرع من وتيرة تطورها، وتشجع على الابتكار وتطوير منتجات جديدة^(٢٤).

الفرع الثاني: الحوكمة الشرعية:

هو النظام، الذي يتم من خلاله، التأكد من مطابقة معاملات السوق المالية الإسلامية مع الشرعية^(٢٥) وحسب المبادئ الإرشادية لنظام الضوابط الشرعية، الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية^(٢٦)، فإن نظام الضوابط الشرعية: هو النظام الذي يشير إلى مجموعة من الترتيبات المؤسساتية والتنظيمية، التي تتأكد من خلالها، مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية، أن هناك إشرافاً شرعياً فعالاً ومستقلاً، على كل وحدة من الهياكل، والإجراءات المتعلقة بإصدار القرارات الشرعية والمراجعة الشرعية، ونشرها بين مراقبي الالتزامات الشرعية. وتهدف المبادئ الإرشادية إلى: إبراز أهمية السلطات الإشرافية بشكل خاص، والأطراف ذات المصلحة في الصناعة بشكل عام، ومكونات النظام السليم للحوكمة الشرعية، خاصة ما يتعلق بكفاءة، واستقلالية، وسرية هيئات الشرعية، وثبات مبادئ عملها^(٢٧) ولا ينبغي وضع عبء التأكد من وجود نظام سليم وفعال للضوابط الشرعية، على كاهل أعضاء الهيئة الشرعية وحدهم، بل يجب أن يؤدي كل أصحاب المصالح في صناعة الخدمات المالية الإسلامية دورهم، بما فيهم: العملاء، والإدارة، والمساهمون، والسلطات الإشرافية^(٢٨).

ومن أجل فعالية وسلامة إطار الحوكمة الشرعية، فمن الضروري دمج مبادئ الحوكمة الشرعية في القوانين المحلية، للسلطة المعنية، وإلا ستكون هذه المبادئ غير ملزمة من الناحية القانونية، وسيصبح من المستحيل وضع آلياتها حيز التنفيذ. فمن أجل تطابق المعاملات المالية مع الشرعية، فهي بحاجة إلى آليات ضامنة، تتمتع

(23) Iosco; Report Of The Islamic Capital Market Task Force, Op Cit, P 72.

(24) Comcec Cmr; Op Cit, P 5.

(25) Ibid, p 6-5.

(٢٦) مجلس الخدمات المالية الإسلامية؛ المبادئ الإرشادية لنظم الضوابط الشرعية للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، كوالامبور، ماليزيا، ديسمبر ٢٠٠٩، ص ٣-٥.

(27) comcec cmr; op cit.

(٢٨) مجلس الخدمات المالية الإسلامية؛ مرجع سبق ذكره، ٦-٧.

بالمصدقية والسلطة القانونية^(٢٩).

الفرع الثالث: تنمية المهارات البشرية:

كثرة اليد العاملة المتعلمة والماهرة، وكيفية المحافظة عليها، عوامل أساسية لاستمرارية تطور صناعة المالية الإسلامية، فرأس المال الفكري البشري، هو العامل المحدد والمحافظ على أداء وتنافسية هذه الصناعة. ولقد خلق توسع المالية الإسلامية حول العالم، حاجة ملحة لمجموعة واسعة من المهارات المدربة في المالية الإسلامية. غير أنه في دراسة قامت بها مؤسسة دلويت (Deloitte)، في سنة ٢٠١٠، شملت رواد المالية الإسلامية في منطقة الخليج، توصلت فيها إلى نتائج مقلقة للغاية، فقد أشارت النتائج إلى أن: أكثر من ٦٠٪ من الممارسين والمهنيين في المالية الإسلامية، يحتاجون إلى تدريب إضافي وتنمية القدرات، و١٨,٥٪ من المستجوبين فقط، يعتقدون بأن مؤسسات المالية الإسلامية، في دول مجلس التعاون الخليجي، مزودة بفرق العمل المناسبة، وتضم أفراداً يملكون المقدار الكافي من المعرفة والخبرة، للتعامل مع التحديات المستقبلية للصناعة^(٣٠). وفي دراسة أخرى، سنة ٢٠١٤، قامت بإعدادها وكالة الاعتماد المالي (Finance Accreditation Agency -FAA-)، وهي دراسة شاملة، حول الوضعية الحالية والمتطلبات المستقبلية، لخدمات تنمية رأس المال البشري داخل الصناعة المالية الإسلامية. وشملت الدراسة مجموعة واسعة من الممارسين داخل الصناعة، ومقدمي خدمات التدريب حول العالم، ومن جميع الأسواق المالية الإسلامية الرئيسية. وعالجت مجموعة من المجالات والمواضيع، من أهمها: المشاكل التي تعاني منها الموارد البشرية العاملة بالصناعة المالية الإسلامية. وأشارت الدراسة إلى أن: ٧٩٪ من المستجوبين يعتقدون بأن العدد الحالي، للأشخاص العاملين في صناعة المالية الإسلامية، غير كافي لمقابلة احتياجات الصناعة، و٦٩٪ يعتقدون بأن منظماتهم تملك مستوى مرضي من الكفاءات، غير أنهم أشاروا إلى الخبرة الشرعية، والمعرفة المالية الإسلامية، والخبرة التطبيقية، كأهم النقائص^(٣١). وهو ما يفتح المجال واسعاً أمام مؤسسات التعليم، لاقتحام مجال التدريس والتدريب المتخصصين في المالية الإسلامية، وعرض برامج تمكن من الحصول على شهادات مهنية وأكاديمية.

ومن بين الصعوبات والتحديات الأخرى، التي يواجهها قطاع المالية الإسلامية، في مجال التعليم والتدريب:

(29) Comcec Cmr; Op Cit.

(30) Ibid, p 6-7.

(31) Finance Accreditation Agency (FAA); Talent Development Survey, REDmoney, Kuala Lumpur, Malaysia, 2014, p 6-7

- عدم تطابق الطلب مع العرض، الناتج عن كون برامج المالية الإسلامية في الجامعات غير مناسبة، أو قليلة التناسب، مع الاحتياجات المتغيرة باستمرار للصناعة؛ بسبب عدم استشارة الصناعة عند تصميم هذه البرامج. وعدد الجامعات، التي تعرض دروساً مرتبطة بالمالية الإسلامية يبقى صغيراً نسبياً، مقارنة بعدد الكفاءات المطلوبة من قبل صناعة المالية الإسلامية.

- الحصول على الكفاءات والمهارات الصحيحة، حيث أن هناك مهارات مشتركة بين المالية الإسلامية والتقليدية، لكن توجد مهارات خاصة، ينبغي توفرها في الأشخاص العاملين في مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية، من بين أهمها: القدرة على اكتشاف مخاطر عدم التطابق مع الشريعة وتحديدها، سواءً بالنسبة للعمليات اليومية في المؤسسة المالية الإسلامية، أو بالنسبة لهيكل المنتج النهائي المسوق للزبائن^(٣٢).

الفرع الرابع: المنتجات والخدمات:

تعتبر المنتجات والخدمات عاملاً هاماً في تنمية السوق المالية الإسلامية. وبشكل عام، تم استخدام مقاربتين لتنمية منتجات وخدمات المالية الإسلامية: تعتمد المقاربة الأولى على تكييف المنتجات والخدمات التقليدية، المقبولة عموماً من وجهة نظر إسلامية، وتعديلها من خلال نزع العناصر المحرمة، وجعلها مطابقة لمبادئ الشريعة، وتعتمد المقاربة الثانية على استخدام مبادئ الشريعة المختلفة، لخلق وابتكار منتجات وخدمات جديدة.

ومن المتوقع أن يؤدي وضوح الاختلاف، بين منتجات السوق المالية الإسلامية والتقليدية، إلى زيادة الطلب على المنتجات الإسلامية، فضلاً عن جذب فئات جديدة من المستثمرين. وتتطلب الجهود المبذولة لخلق منتجات مبتكرة، جهوداً أخرى مشابهة، لتوعية المشاركين في السوق وحثهم على التعامل بالمنتجات المبتكرة، بما أن هذه المنتجات ستكون جديدة بالنسبة لهم. كذلك، ينبغي على المستثمرين وضع توقعات معقولة، بالنسبة لوقت ومقدار العائد، عند الاستثمار في المنتجات الجديدة. وعند تصميم منتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية، ينبغي الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية: التطابق مع الشريعة، ورواج المنتجات في السوق، وشبكة توزيع مناسبة^(٣٣).

(32) Comcec Cmr; Op Cit.

(33) Ibid, 7-9.

المبحث الثاني: السوق المالية الإسلامية بماليزيا ومراحل تطورها:

وفيه ثلاثة مطالب:

المطلب الأول: الهيئات المنظمة للسوق المالية الإسلامية بماليزيا:

وفيه ثلاثة فروع:

الفرع الأول: بورصة ماليزيا:

بورصة ماليزيا عبارة عن سوق متكاملة، تعرض مجموعة من الخدمات المتعلقة بالأوراق المالية، تشمل: التداول، والمقاصة، والتسوية، وخدمات الحفظ^(٣٤). وتتكفل بورصة ماليزيا بمهمة الحفاظ على عدالة وحسن سير عمليات السوق، المتعلقة بالأوراق المالية والمشتقات المتداولة عبر هياكلها. ومن واجبات بورصة ماليزيا ضمان شفافية وكفاءة، إجراءات التسوية والمقاصة للصفقات التي تتم عبر هياكلها، بالإضافة إلى وضع إطار تنظيمي وإشرافي شامل وفعال، لضبط السوق والمشاركين فيها، ونشر العديد من القواعد والضوابط، التي ينبغي مراعاتها من قبل الشركات، سواءً عند القيد في السوق أو بعده. وتهدف بورصة ماليزيا إلى: حماية المستثمرين، ورفع الشفافية، ونوعية الممارسات، والحوكمة، وسلامة السوق، وزيادة ثقة المشاركين^(٣٥).

الفرع الثاني: هيئة الأوراق المالية:

هيئة الأوراق المالية، هي سلطة تنظيم وتطوير السوق المالية بماليزيا. وتمثل المهام الرئيسية للهيئة في: الحفاظ على عدالة، وكفاءة، وسلامة، وشفافية، أسواق الأوراق المالية والمشتقات، وترقيتها وتيسير تطورها بشكل متناسق، يرفع قدرات الابتكار والمنافسة. ولدى الهيئة العديد من الوظائف التنظيمية، القائمة على أساس مسؤوليتها في حماية المستثمر^(٣٦) وضبط نشاطات مؤسسات السوق والإشراف عليها، وتشجيع ترقية سوق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية، وسوق المستقبلات^(٣٧).

الفرع الثالث: مجلس الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية:

تأسس المجلس في ١٦ مايو ١٩٩٦، وأوكلت له مهمة ضمان تطابق عمليات السوق المالية الإسلامية مع مبادئ الشريعة. ويشمل مجال اختصاص المجلس: نصح هيئة السوق حول جميع المسائل المتعلقة بالتنمية الشاملة للسوق المالية الإسلامية، والعمل

(34) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 2.

(35) Bursa Malaysia (website); 2015. Available from: <http://www.bursamalaysia.com>

(36) Securities Commission Malaysia (website); 2015. Available from: <http://www.sc.com.my/>

(37) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 3.

كمرجع مركزي للقضايا الشرعية المرتبطة بالسوق المالية الإسلامية، والسهر على انسجام وتوافق الآراء الفقهية المرتبطة بصفقات السوق المالية الإسلامية. وبالتالي فإن الوظيفة الرئيسية للمجلس، تتمثل في توحيد قواعد الشريعة على المستوى الوطني؛ لزيادة الثقة والأمان بين الفاعلين في السوق والمؤسسات المالية والمستثمرين^(٣٨)، بالإضافة إلى أن المجلس مكلف بتحديد مدى مطابقة أدوات السوق المالية التقليدية مع مبادئ الشريعة، وسير عملية إدراج أسهم الشركات في بورصة ماليزيا، تحت خانة (مطابق للشريعة)^(٣٩).

المطلب الثاني: منتجات السوق المالية الإسلامية بماليزيا:

وفيه خمسة فروع:

الفرع الأول: الصكوك (السندات الإسلامية):

يتطلب إصدار السندات الإسلامية تطبيق أحد مبادئ الشريعة، مثل: الإجارة، والمضاربة، والمرابحة، والمشاركة، والبيع بالثمن الآجل، والاستصناع. وتصدر الصكوك في ماليزيا بكل من العملة المحلية (الرنجيت الماليزي)، والعملات الدولية، وبالتالي تقدم فرصا استثمارية متنوعة لجميع المستثمرين المحليين والأجانب، وكذلك للمنشآت المحلية والدولية، الراغبة في رفع الأموال من السوق المالية الإسلامية بماليزيا. وتعتبر الصكوك الخيار المفضل للشركات، لرفع الأموال أو زيادة الأرباح وعوائد الاستثمارات، ويعود ذلك للطلب القوي عليها من قبل المستثمرين، وأسعارها التنافسية، وإمكانية إصدارها بتكاليف منخفضة^(٤٠).

الفرع الثاني: الأوراق المالية المطابقة للشريعة:

تتمثل في الأسهم العادية، وحقوق الاكتتاب في الأسهم. وتصدر من قبل شركات تتطابق مع معايير مجلس الاستشارة الشرعية، وتعرف على أنها شركات مصادق عليها شرعياً أو مطابقة للشريعة. ويوجد في بورصة ماليزيا أوراق مالية كثيرة مطابقة للشريعة، تسمح للمستثمرين بتنويع محفظة استثماراتهم، عبر مجموعة كبيرة من الصناعات. ومنذ إدخال معايير المصادقة الشرعية، ارتفع عدد الأوراق المالية الإسلامية من: ٤٧٨ في سنة ١٩٩٧^(٤١) إلى ٦٧٣ في نهاية سنة ٢٠١٤^(٤٢).

(38) Abdul Aziz, Akhtarzaite; op cit, p 11-12.

(39) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 4.

(40) Ibid, p 21-23.

(41) Ibid, p6.

(42) Securities Commission Malaysia, «Malaysian ICM», Bi-annual bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, op cit, p21.

بعدها وصل إلى حده الأقصى بـ ٨٧٩ في سنة ٢٠٠٧^(٤٣).

الفرع الثالث: صناديق الاستثمار القائمة على الشريعة:

هي صناديق استثمار مشترك، تمنح الفرصة للمستثمرين للاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية المطابقة للشريعة، مثل: الأسهم المطابقة للشريعة، والسندات الإسلامية، والودائع الإسلامية، وأدوات السوق النقدية الإسلامية. وتسيّر من قبل مسيرين محترفين وفق مبادئ الشريعة، حيث يلزمهم القانون على تعيين مستشارين في الشريعة، يقدموا لهم النصائح، ويضمنوا مطابقة عمليات الاستثمار وإدارة المحافظ مع مبادئ الشريعة. وعرفت صناديق الاستثمار المطابقة للشريعة بماليزيا نمواً معتبراً، من: صندوقين في سنة ١٩٩٣، إلى أكثر من ١٨٨ صندوق في نهاية سنة ٢٠١٤، وبلغت القيمة الصافية لأصولها في نهاية سنة ٢٠١٤، قيمة ٤٦,٧ مليار رنجيت ماليزي، مقارنة بـ ٩,٧ مليار في سنة ٢٠٠٤^(٤٤). وتعتبر صناعة صناديق الاستثمار الإسلامي بماليزيا الأولى عالمياً، من حيث عدد صناديق الاستثمار الإسلامي، التي بلغت نسبة ٢٤٪ من إجمالي عدد الصناديق الإسلامية في العالم، في نهاية الربع الثالث من سنة ٢٠١٥، والثانية خلف من حيث إجمالي الأصول الإسلامية المدارة عالمياً، والمقدرة بنسبة ٢٨٪^(٤٥).

الفرع الرابع: الصندوق المتداول للمؤشرات الإسلامية:

هو صندوق يطرح حصصاً للتداول في البورصة، ويتعقب مؤشرات الأسهم المطابقة للشريعة. ومن مزايا الاستثمار في هذا الصندوق التنوع، بما أنه يستثمر في محفظة كبيرة من الأوراق المالية، وحد أدنى منخفض لقيمة الاستثمار، وسيولة عالية، بما أنه متداول بكثرة وباستمرار في بورصة ماليزيا. وتأسس أول صندوق متداول للمؤشرات المطابقة للشريعة، في المنطقة الآسيوية، بماليزيا في يناير ٢٠٠٨، ويعرف باسم (MyETF DJIM- 25 MyETF Dow Jones Islamic Market Malaysia Titan-٢٥)، وعرفت القيمة الصافية لأصول الصندوق ارتفاعاً هاماً، من: ٤٨٢ مليون رنجيت ماليزي في سنة ٢٠٠٨، إلى ٦٥٦ مليون في سنة ٢٠٠٩، ما يمثل نسبة ٥٦٪ من حجم هذه الصناديق محلياً^(٤٦).

الفرع الخامس: الصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري:

هي وسيلة للاستثمار المشترك، تقوم على تجميع الأموال من المستثمرين، وشراء

(43) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 6.

(44) Securities Commission Malaysia (website); op cit.

(٤٥) بنك نيجارا ماليزيا، «تقرير المركز الدولي للماليزي المالية الإسلامية (MIFC)»، صناعة الصناديق الإسلامية: مراجعة والرؤية المستقبلية ٢٠١٥، كوالالمبور ماليزيا، ديسمبر ٢٠١٥، ص ٥.

(46) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 21.

العقارات، وإدارتها، وبيعها عبر أدوات السوق المالية المطابقة للشريعة. وتتمتع صناديق الاستثمار العقاري بميزة المزج بين العقارات وصناديق الاستثمار، والحامل لحصة في الصندوق، يملك في الواقع حصة من مجموعة عقارات، ما يجعل الصندوق أداة فعالة، تمكن المستثمرين الدوليين من الاستثمار في الأملاك العقارية، دون أية صعوبات ومسؤوليات تتعلق بالملكية المباشرة لتلك العقارات. وأقيم أول صندوق استثمار عقاري في سنة ٢٠٠٦، بحجم قدره ١٨٠ مليون رنجيت ماليزي^(٤٧)، وارتفع عدد الصناديق إلى ١٦ صندوق في سنة ٢٠١٤، من بينهم ٣ صناديق إسلامية^(٤٨). ورغم العدد الصغير للصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري في ماليزيا، فإن رأس مالها السوقي عرف نموا كبيرا: من ١٨٠ مليون رنجيت ماليزي في سنة ٢٠٠٦، ارتفع إلى ١.٨ مليار في نهاية سنة ٢٠٠٩^(٤٩)، ثم إلى ١٥,٠٦ مليار في نهاية ٢٠١٤^(٥٠). والجدول (١) يبين بعض الإحصائيات البارزة عن السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، مقارنة بالسوق المالية ككل.

(47) Ibid, p 21-22.

(48) Securities Commission Malaysia; «Malaysian ICM», Bi-annual bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, op cit, p23.

(49) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 22.

(50) Securities Commission Malaysia; «Malaysian ICM», Bi-annual bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, op cit.

الجدول (١): السوق المالية الإسلامية بماليزيا

2014	2010	2006	البيان
الأوراق المالية المطابقة للشريعة			
673	846	886	عدد الأوراق المالية المطابقة للشريعة
% 74,3	% 88	% 86	النسبة من مجموع الأوراق المالية المقيدة في السوق
1012,14	756,09	494,24	رسملة الأوراق المالية المطابقة للشريعة (مليار رنجيت)
% 61,3	% 59,29	% 64,26	النسبة من مجموع رسملة السوق
الصناديق الإسلامية للاستثمار المشترك			
188	155	94	عدد الصناديق الإسلامية للاستثمار المشترك
46,66	24,04	8,91	القيمة الصافية لأصول الصناديق الإسلامية للاستثمار المشترك (مليار رنجيت)
% 13,6	% 10,6	8% 8,1	النسبة من القيمة الصافية لأصول صناديق الاستثمار الإجمالية
صناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة			
2	1	-	عدد صناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة
0,31	0,63	-	الرسملة السوقية لصناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة (مليار رنجيت)
%31	% 50	-	النسبة من رسملة صناديق المؤشرات المتداولة الإجمالية
الصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري			
3	3	-	عدد الصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري
15,06	2,34	-	الرسملة السوقية للصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري (مليار رنجيت)
% 42,2	% 22	-	النسبة من الرسملة السوقية لصناديق الاستثمار العقاري الإجمالية
الصكوك			
272,76	30,24	12,39	حجم الصكوك المصدرة (مليار رنجيت)
% 53,4	% 57	% 28,8	النسبة من حجم السندات الإجمالية المصدرة
576,31	181	102,85	حجم رصيد الصكوك (مليار رنجيت)
% 51,9	% 57	% 46,76	النسبة من رصيد السندات الإجمالية

Source: Securities Commission Malaysia, «Malaysian ICM», Bi-annual bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, op cit, p. 22-21. Quarterly bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, December 2010, Vol 5 No 4, p 15-14. Quarterly bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, November 2006, Vol 1 No 3, p18.

المطلب الثالث: مراحل تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا:

مرَّ تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا بعدة مراحل، حددها «وان عبد الله وان رازازيلا وآخرون» في ثلاثة مراحل أساسية، سيتم التطرق إليها في الفروع الثلاثة التالية:

الضلع الأول: مرحلة التأسيس (١٩٨٣ - ١٩٩٢):

وهي مرحلة عرفت نشأة الفاعلين الأوائل في السوق، وتطوير أدوات مالية تتطابق مع الشريعة الإسلامية، وإصدار أولى الأوراق المالية الإسلامية في السوق الأولية. ومثل النمو السريع لقطاع المصرفية الإسلامية والتكافل، في هذه المرحلة، القاعدة الأساسية لتطوير السوق المالية الإسلامية. فكما هو الحال بالنسبة للقطاع المالي التقليدي، ينبغي أن يكتمل قطاع التكافل والمصرفية الإسلامية، ويتوسع من خلال السوق المالية الإسلامية. ويمكن تمييز أهم المحطات الموالية، خلال هذه المرحلة:

- تشريع الحكومة الماليزية لقانون المصرفية الإسلامية في سنة ١٩٨٣، وتبعه إنشاء أول بنك إسلامي (بنك إسلام ماليزيا المحدود) في نفس السنة^(٥١). وسن قانون الاستثمار الحكومي (١٩٨٣)، لتمكين الحكومة من إصدار شهادات استثمار على أسس إسلامية، يستطيع البنك الإسلامي الاستثمار فيها، للوفاء بمتطلبات السيولة المقررة، فضلا عن توظيف موارده المالية العاطلة^(٥٢).

- تأسيس الجامعة الإسلامية العالمية ماليزيا في سنة ١٩٨٣، وهي جامعة تقدم إلى اليوم، برامج تعليمية متكاملة في: الاقتصاد، والمالية الإسلامية، والقانون، والفقه، والعلوم الانسانية والاجتماعية، والهندسة، والطب والعلوم الأخرى. وتتمثل المهمة الرئيسة للجامعة، في تكوين خريجين بقيم إسلامية راقية، في شتى مجالات العلوم^(٥٣). وقد ساهمت بشكل كبير في تكوين الموارد البشرية اللازمة، لتطور صناعة المالية الإسلامية ككل.

- تشريع الحكومة الماليزية لقانون التكافل في سنة ١٩٨٤، الذي أدى إلى إنشاء شركة تكافل ماليزيا المحدودة، وهي شركة تأمين قائمة على أسس الشريعة الإسلامية.

- بداية عملية التطور الفعلي للسوق مع إصدار شركة (Shell MDS Sdn Bhd)، أولى السندات الإسلامية في ماليزيا، سنة ١٩٩٠. وقيد بنك إسلام ماليزيا في لوحة التداول الرئيسية لبورصة كوالالمبور، في سنة ١٩٩٢^(٥٤).

(51) Abdul Aziz, Akhtarzaite; op cit, p 5.

(52) Sudin, Haron; op cit.

(53) Haneef, Mohamed Aslam; Contemporary Islamic Economic Thought and Policy : Policies and Institutional Reforms in Malaysia, Paper presented in seminar organized by BIIT in Dhaka, Nov 2009, p 12.

(54) Abdul Aziz, Akhtarzaite; op cit.

الفرع الثاني: مرحلة القبول (١٩٩٣ - ٢٠٠١):

وهي مرحلة توسعت فيها السوق المالية الإسلامية، ونمت سوقها الثانوية، وشهدت استجابة واسعة، من المشاركين في السوق، للجهود التتموية المبذولة من قبل الحكومة الماليزية. وعرفت هذه المرحلة أبرز المحطات التالية:

- تأسيس هيئة الأوراق المالية عبر قانون هيئة الأوراق المالية (١٩٩٣)، وأوكلت لها مهمة الإشراف على السوق المالية الإسلامية وتطويرها^(٥٥).

- إنشاء أولى الصناديق الإسلامية للاستثمار المشترك، والتي أصبحت جزءاً مهماً من السوق المالية الإسلامية، وأكثر الوسائل شعبية للاستثمار في السوق المالية الإسلامية^(٥٦).

- إنشاء وحدة السوق المالية الإسلامية في سنة ١٩٩٤، وأوكلت لها مهمة تصور واقتراح مبادرات لتتمية السوق المالية الإسلامية. وتكونت الوحدة من باحثين في فقه المعاملات، وفي ممارسات السوق المالية^(٥٧).

- تأسيس أول شركة سمسة للأوراق المالية الإسلامية (BIMB Securities Sdn Bhd)، في سنة ١٩٩٤.

- تأسيس مجلس الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية، في سنة ١٩٩٦.

- إطلاق أول مؤشر أسهم إسلامية في مايو ١٩٩٦، لقياس أداء الأوراق المالية المطابقة للشريعة في بورصة ماليزيا^(٥٨). وتم بعدها إطلاق مؤشرات أخرى، بهدف توسيع مشاركة المستثمرين، والسماح لهم بقياس أداء الأوراق المالية المطابقة للشريعة، ومقارنتها، ومساعدتهم على إتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية.

- الاعتماد على التكنولوجيا الحديثة في إصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية، من خلال إدخال عدة أنظمة: كنظام التحويل الإلكتروني للأموال والسندات في الزمن الفعلي (RENTAS) (هو نظام للتسوية على أساس المبالغ الإجمالية^(٥٩))، يهدف إلى تقليل مخاطر التسوية^(٦٠)، ونظام المزايدة الآلية (FAST) (أطلق في سبتمبر ١٩٩٦، وجعل عملية إصدار السندات في السوق الأولية تتم آلياً، وقلل من زمن معالجة المزايدات، ومن الأخطاء التي يحدثها المسك اليدوي، كما عمل على رفع

(55) Idem

(56) Laldin, Mohamed Akram; Islamic Financial System: The Malaysian Experience and The Way Forward, Undated, p18-22

(57) Abdul Aziz, Akhtarzaite; op cit, p 6-7.

(58) Laldin, Mohamed Akram; op cit.

(59) International Islamic Center Malaysia (IICM); «Development in the Malaysian Bond Market», MIF Monthly, June 2008, p 1.

(60) Bin Ibrahim, Muhammad and Wong, Adrian; «The Corporate Bond Market in Malaysia», Bank for International Settlements, BIS papers N26°, Developing Bond Market in Asia, February 2006, p 115.

كفاءة وشفافية المزادات^(٦١)، ونظام نشر معلومات السندات (BIDS) (أنشئ في أكتوبر ١٩٩٧، لترقية التداول، ورفع سيولة سوق السندات التقليدية والإسلامية، وزيادة شفافية المعلومات)^(٦٢).

- إنشاء معهد متخصص في المالية الإسلامية، هو المعهد الماليزي للمصرفية والتمويل الإسلامي، الذي تأسس في ١٩ فيفري ٢٠٠١، بهدف توفير مجموعة كبيرة من المصرفيين الجيدين، والخبراء، والكفاءات، في مجال المصرفية والتمويل الإسلامي^(٦٣).

- الإعلان عن المخطط الرئيس لسوق المال من قبل وزارة المالية، في سنة ٢٠٠١، بهدف تطوير السوق المالية ككل، والسوق المالية الإسلامية، باعتبارها قطاعاً من القطاعات الواعدة في ماليزيا. وتضمن المخطط الرئيس، سياسات وإجراءات تهدف إلى تطوير السوق المالية الإسلامية بماليزيا، وجعلها مركزاً دولياً.

الفرع الثالث: مرحلة التنمية الاستراتيجية (٢٠٠٢ وما بعدها):

عرفت هذه المرحلة، انطلاق فترة التنمية الاستراتيجية أو السوق المتقدمة، وزيادة الاهتمام بالسندات الإسلامية، كأداة بديلة للاستثمار والتمويل، حيث أن تنوع مبادئ التمويل الإسلامي، وفر للمصدرين مرونة كافية لهيكل مجموعة واسعة من الأوراق المالية المبتكرة والتنافسية. وعرفت هذه المرحلة أهم المحطات التالية:

- إدخال هيئة الأوراق المالية العديد من الأطر التنظيمية، في شكل توجيهات مساعدة وداعمة، شملت جميع عمليات السوق، وجميع الفاعلين فيها. وتبني المعايير الاحترازية الإسلامية الدولية الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، من أجل ضمان سلامة النظام المالي الإسلامي واستقراره.

- منح عدة حوافز ضريبية، لتشجيع على إصدار الأوراق المالية الإسلامية، والاستثمار فيها. وتنفيذ سياسة حيادية الضرائب، الهادفة إلى خلق معاملة ضريبية متساوية بين المالية التقليدية والمالية الإسلامية.

- شهدت السوق نمواً معتبراً بعد إصدار مجموعة متنوعة من منتجات السوق المالية الإسلامية، شملت: أوراق الملكية، وأوراق الدين. ففي سنة ٢٠٠٢، أصدر أول سند إسلامي عالمي للشركات، من قبل شركة (مجموعة جوثري المحدودة) (Kumpulan Guthrie Bhd)، ويعتبر الإصدار نقطة انطلاق تحرير الدخول إلى السوق

(61) IICM; op cit.

(62) Bin Ibrahim, Muhammad and Wong, Adrian; op cit, 124-125.

(٦٣) الماليزي، زاهر الدين محمد، «تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية»، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، ٢١ مايو - ٢ يونيو ٢٠٠٩م، ص ١٤-١٥.

المالية الإسلامية^(٦٤). وفي سنة ٢٠٠٤، سجل حدث مميز آخر، تمثل في إصدار أولى السندات الإسلامية المحررة بالرنجيت الماليزي، من قبل شركة التمويل الدولي التابعة للبنك العالمي، ما عكس الاعتراف بماليزيا، كمركز عالمي للسوق المالية الإسلامية^(٦٥).

- إنشاء العديد من المراكز التكوينية والبحثية، من أهمها: المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي (بدأ المركز نشاطه في سنة ٢٠٠٦، وعمل على تكوين خبراء عالميين في مجال المصرفية والتمويل الإسلامي؛ لتلبية احتياجات الصناعة على الصعيدين المحلي والدولي)^(٦٦)، والمركز الدولي للقيادة في المالية (يقدم برامج قيادية لكبار الإداريين، بما فيهم كبار الإداريين في المؤسسات المالية الإسلامية)^(٦٧)، والأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (تأسست الأكاديمية، في شهر مارس ٢٠٠٨ بكوالالمبور، لتكون مركزاً عالمياً لبحوث الشريعة، المتعلقة بالقضايا الاقتصادية المعاصرة)^(٦٨).

- تنمية الهياكل القاعدية في السوق الماليزية، والتي شملت إطلاق منصة تداول إلكترونية (ETP)، من قبل بورصة ماليزيا في سنة ٢٠٠٥، بهدف رفع شفافية وكفاءة تداول السندات - بما فيها السندات الإسلامية-، وخفض تكاليف المعاملات أو رسوم السمسرة، وتوفير إمكانية تداول أدوات متعددة في مكان واحد؛ لزيادة جاذبية السوق الماليزية بالنسبة للمستثمرين الدوليين^(٦٩).

- إطلاق مؤشر خاص بالصكوك، يهدف للتعريف أكثر بأدوات الاستثمار الإسلامية، ورفع شفافية السوق، وتوفير مرجعية وأساس لقياس أداء المنتجات المتداولة^(٧٠).

- إطلاق مبادرة (ماليزيا مركز دولي للمالية الإسلامية)، في أوت ٢٠٠٦. وفي إطار هذه المبادرة، اتخذت الحكومة عدة إجراءات، ومنحت عدة حوافز؛ لترقية دور السوق الماليزية في عرض منتجات وخدمات مالية إسلامية، بالعملات الدولية، من قبل مجموعة متنوعة من المؤسسات المالية، ولفائدة المجتمع المالي الدولي والمحلي.

(64) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 08.

(65) Laldin, Mohamed Akram; op cit.

(٦٦) الماليزي، زاهار الدين محمد، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠-٢١.

(٦٧) المرجع السابق ذكره، ص ٢٣.

(٦٨) المرجع السابق ذكره، ص ٢١.

(69) IICM; op cit, p 5-1.

(70) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 14.

وفيما يلي الشكل (١)، يلخص المراحل الثلاثة التي مرّ بها تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا.



Source: Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 8.

شكل (١): مراحل تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا.

المبحث الثالث: العوامل الرئيسية المساهمة في تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا:

حسب تقرير منتدى السلطات التنظيمية للأسواق المالية^(٧١)، التابع للجنة الدائمة للتعاون التجاري والاقتصادي لمنظمة التعاون الإسلامي (COMCEC CMR)، حول تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية، فإن نجاح تنمية السوق المالية الإسلامية، ينبغي أن يركز على إيجاد وتعزيز مكونات بنيتها التحتية، والمتمثلة أساساً في: الإطار القانوني والتنظيمي والضريبي، والحوكمة الشرعية، وتنمية الموارد البشرية، والمنتجات والخدمات. وهي أبرز الجوانب التي أحاطتها السلطات الماليزية بعناية بالغة، كما هو موضح في المطالب التالية:

المطلب الأول: إطار قانوني واضح وملائم:

تتمثل القوانين الأساسية التي تحكم عرض، وإصدار، وتداول، الأوراق المالية وعقود

(71) The Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organisation of the Islamic Cooperation - Capital Market Regulator Forum (COMCEC CMR), Report of the Islamic finance task force, Enhancing infrastructure for Islamic capital market, Published by Securities Commission Malaysia, Capital Market Development Authority Maldives and Capital Market Board of Turkey, 2013.

المستقبلات، في: قانون الخدمات والأسواق المالية (٢٠١١)، وقانون هيئة الأوراق المالية (١٩٩٣)، وقانون صناعة الأوراق المالية (الحافظون المركزيون) (١٩٩١)، وقانون الشركات (١٩٦٥). ويكمل هذه القوانين متطلبات تنظيمية، جاءت في شكل إرشادات صادرة عن هيئة الأوراق المالية. ويحتوي قانون الخدمات والأسواق المالية، على الأحكام الخاصة ب: ضبط الأسواق، والترخيص، وسلوك الوسطاء، وعقوبات سوء السلوك داخل السوق، وضوابط رفع رؤوس الأموال، وعمليات الاستحواذ، وأحكام قانونية واضحة للاعتراف بمنتجات المالية الإسلامية^(٧٢). ويتميز الإطار القانوني للسوق المالية الإسلامية بماليزيا، بوجود عدة آليات لتسوية المنازعات، مثل: قاضي بالمحكمة العليا متخصص في قضايا المالية الإسلامية، ومركز جهوي للتحكيم في كوالالمبور، ومكاتب التوسط المالي (آليات بديلة عن المحاكم، لتسوية المنازعات في المعاملات المالية الإسلامية). وكذلك، قام البنك المركزي الماليزي في سنة ٢٠٠٣، بتشكيل لجنة لمراجعة القوانين، وظيفتها الرئيسية مراجعة القوانين السارية، وتعديلها بما يتناسب وخصائص المالية الإسلامية^(٧٣).

المطلب الثاني: إطار تنظيمي فعال:

يعتمد الإطار التنظيمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، على مقارنة قائمة على قواعد الإفصاح الشامل، عبر نشر إرشادات تغطي مختلف نشاطات السوق. ومن خلال نظام الضبط القائم على الإفصاح، تركز سلطة السوق اهتمامها، حول مدى مطابقة طلب تسجيل الإصدار المعني لجميع متطلبات الإفصاح عن المعلومات. والفكرة الأساسية وراء هذا النظام هي أن الإفصاح الشامل والدقيق، وتدعيم أجهزة قمع الغش والاحتيال، من شأنهما تزويد المستثمرين في السوق بالمعلومات الضرورية، لإتخاذ قرار الاستثمار عن دراية. والمبدأ المسير للضبط القائم على الإفصاح، هو أن المصدر مسؤول عن توفير معلومات شاملة ودقيقة، حول: المشروع، والحسابات المالية، والتطلعات المستقبلية، وشروط الإصدار، بشكل يضمن حصول جميع المستثمرين، على كل ونفس المعلومات في الوقت ذاته، لإتخاذ قرارهم عن دراية. ومسؤولية الإعلان عن المخاطر، وأية معلومة معاكسة، بمعنى: ليست في مصلحة المصدر أو الإصدار، تكتسي هي الأخرى أهمية بالغة، إضافة إلى نشر معلومات لاحقة حسب توفرها، أو التغييرات التي تحدث على المعلومات التي سبق

(72) Ambrose, Azniza Hartini binti Azrai Azaimi; The Current State of Islamic Finance in Malaysia, International Islamic University Malaysia, Undated, p8.

(73) Sudin, Haron; op cit, p7.

نشرها^(٧٤).

ومن بين أهم الإرشادات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية، والمتعلقة مباشرة بالسوق المالية الإسلامية، نجد: إرشادات حول إصدار الأوراق المالية الإسلامية في يوليو ٢٠٠٤، إرشادات حول الصناديق الإسلامية للاستثمار العقاري في نوفمبر ٢٠٠٥، إرشادات حول إدارة الصناديق الإسلامية في ديسمبر ٢٠٠٧، إرشادات الممارسات الجيدة للسمسرة الإسلامية في ٢٠٠٧، الإرشادات والممارسات الجيدة للصناديق الإسلامية لرأس مال المخاطر في مايو ٢٠٠٨، إرشادات حول الصناديق المشتركة للاستثمار في مارس ٢٠٠٨^(٧٥).

بالإضافة إلى ما سبق، تبنت سلطات السوق، المعايير الاحترازية الإسلامية الدولية، الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية^(٧٦) (تأسس المجلس في سنة ٢٠٠٢ بكوالالمبور، للعمل على تطوير معايير تنظيمية دولية حصيفة، وفق المواصفات المميزة للمالية الإسلامية ومخاطرها، من أجل ضمان سلامة النظام المالي الإسلامي واستقراره)^(٧٧). وشملت المعايير الصادرة عن المجلس، والمتعلقة بشكل مباشر بالسوق المالية الإسلامية: معيار الإفصاحات لتعزيز الشفافية وانضباط السوق للمؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين الإسلامية/ التكافل في ديسمبر ٢٠٠٧، المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي في ديسمبر ٢٠٠٨، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية في يناير ٢٠٠٩، المبادئ الإرشادية لنظم الضوابط الشرعية للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية في ديسمبر ٢٠٠٩^(٧٨).

المطلب الثالث: إطار سليم للتطابق مع الشريعة:

يعتبر الإطار الشرعي السليم، أساس تنمية السوق المالية الإسلامية، ويشمل هذا الإطار مستويين متكاملين:

- **المستوى الوطني:** تأسيس مجلس الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية،

(74) Nik Ramlah Mahmoud, «Bond Market development in Malaysia», 9 th OECD – ADBI roundtable on capital Market Reform in Asia – Ten Years after the financial Crisis: Prospects towards the future, 26 February 2008, p 3-4.

(75)Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 16-17.

(76)Hizzad, Baharuddin Ahmad; «The Regulatory Framework of Islamic Financial System in Malaysia», Financial Talent Enrichment Programme, Bank Negara Malaysia, 18 april 2011, p14.

(٧٧) الماليزي، زاهر الدين محمد، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥-٢٧.

(78)Islamic Financial Services Board (website); 2015. Available from: www.ifsb.org/

وأوكلت له عدة مهام، أبرزها: تسهيل تنمية وضبط المنتجات المالية الإسلامية الجديدة، توفير الوضوح التام وتعزيز الثقة في السوق وسلامته (عبر نشر قواعد الشريعة)، التفاعل المستمر مع الصناعة والمختصين في الشريعة (للاستفادة من التغذية العكسية (Feedback))، المشاركة في المؤتمرات الدولية والنقاشات (للتعريف الجيد بالسوق المالية الإسلامية بماليزيا)^(٧٩).

- المستوى المؤسسي: المؤسسات المالية التي تعرض منتجات السوق المالية الإسلامية وخدماتها، مطالبة بتعيين مستشار شرعي مستقل، أو تشكيل مجلس استشارة شرعية يتمتع بالاستقلالية؛ لضمان مطابقة هذه المؤسسات مع الشريعة، خاصة على المستوى العملي والإداري. ومن بين أهم وظائف مستشار الشريعة على هذا المستوى، نجد: مراجعة الخدمات والمنتجات لضمان مطابقتها مع الشريعة، المراجعة والمصادقة على الوثائق ذات الصلة، الإشراف على الاستثمارات المنجزة من قبل المؤسسات في السوق المالية الإسلامية (خاصة في صناعة صناديق الاستثمار، وذلك لضمان بأن مسيري الصناديق يستثمرون فقط في الأوراق المالية المصادق عليها شرعياً، من قبل هيئة الأوراق المالية)، قيادة الأبحاث وتنمية منتجات جديدة لرفع قدرات المنافسة، توفير التدريب والتكوين على المعاملات القائمة على عقود الشريعة لممارسي التمويل الإسلامي، مساعدة الأطراف ذات الصلة (مثل: المستشارون القانونيون، والمراجعون الشرعيون)، وإعطاء النصيحة عند الطلب^(٨٠).

أما بالنسبة لحوكمة مجالس الاستشارة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، فإن تعليمة بنك نيجارا ماليزيا (البنك المركزي الماليزي)-إرشادات وإجراءات الهيئة الشرعية، تنظم كيفية حوكمة الهيئة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية. ويشمل محتوى التعليمية: الأهداف، ومجال التطبيق، وتشكيل الهيئة الشرعية، والأعضاء، والقيود، ومهام ومسؤوليات الهيئة الشرعية والمؤسسة المالية الإسلامية، وهيكل التقرير... إلخ. والهدف من وراء وضع هذه القواعد والنظم والإجراءات، يتمثل في تحديد دور الهيئة الشرعية، ومجال تخصصها، ومهامها، ومسؤولياتها... إلخ، فعلى سبيل المثال: عند تعيين أعضاء الهيئة الشرعية، فإن البند ٨ من التعليمية، ينص على أن يكون التعيين من طرف مجلس الإدارة للمؤسسة المالية الإسلامية، وعلى أساس توصيات لجنة التعيين، وتذكر البنود من ١٠ إلى ١٢، مؤهلات أعضاء الهيئة الشرعية، الذين ينبغي أن يكونوا أفراداً، ولديهم المؤهلات، أو المعرفة اللازمة، أو الخبرة، أو التخصص في الشريعة الإسلامية (أصول الفقه)، أو قانون الصفقات

(79) Islamic Banking and Finance Institute Malaysia (IBFIM); Syariah Advisory : A Vital Component of the Malaysian Islamic Capital Market, Undated, p6.

(80) Abdul Aziz, Akhtarzaite; op cit, p 12-13.

والتجارة الإسلامية (فقه المعاملات)^(٨١).

المطلب الرابع: إطار ضريبي محفز:

وعياً منها بأهمية السوق المالية الإسلامية، قامت الحكومة الماليزية، ضمن الميزانية الفدرالية لسنة ٢٠٠٣، بمنح تخفيضات ضريبية لخمس سنوات، بقيمة مصاريف إصدار السندات الإسلامية القائمة على مبادئ الشريعة الخاصة ب: الإجارة، والمضاربة، والمشاركة. وضمن ميزانية ٢٠٠٤، أعلنت الحكومة عن منح تخفيض ضريبي لخمس سنوات، بقيمة مصاريف إصدار السندات الإسلامية القائمة على مبدأ الاستصناع. وفي ميزانية ٢٠٠٥، أعلنت الحكومة عن إجراءات ضريبية إضافية، تمثلت في إلغاء جميع الضرائب والحقوق، على منتجات السوق المالية الإسلامية، شريطة مصادقة مجلس الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية على هذه المنتجات^(٨٢). وكذلك، احتوت الميزانيات من ٢٠٠٧ وإلى غاية ٢٠١٠، على سلسلة من الحوافز الضريبية لجميع قطاعات السوق المالية، والتي تشمل: إدارة الثروة والصناديق الإسلامية، والصكوك، وأعمال السمسرة الإسلامية، وصناديق الاستثمار العقاري، وذلك بهدف تعزيز تطور السوق المالية الإسلامية^(٨٣).

إلى جانب ما سبق، تم الإعلان عن سياسة حيادية الضرائب، بهدف خلق معاملة ضريبية متساوية، بين المعاملات المالية والمصرفية الإسلامية والمعاملات الشبيهة في المالية والمصرفية التقليدية. وداخل هذا الإطار، تم منح إعفاء من دفع الضرائب وحقوق الطابع الإضافية، للأدوات والمعاملات الإضافية المنفذة لتلبية متطلبات الشريعة. وعليه أدخلت تعديلات على قوانين ضرائب الدخل، وأرباح الملكية، وحقوق الطابع، لتتماشى مع ذلك^(٨٤).

المطلب الخامس: تنمية المهارات البشرية المتخصصة في المالية الإسلامية:

تقدم ماليزيا تشكيلة متكاملة، من برامج تنمية الموارد البشرية في المالية الإسلامية،

(81) Zulkifli, Hasan; The Effectiveness of the Legal Framework of the Islamic Banking System in Malaysia, Islamic University College of Malaysia, Undated, p 8-9.

(82) Laldin, Mohamed Akram; op cit.

(83) Wan Razazila, Wan Abdullah et al; op cit, p 10-11.

(84) Kuala Lumpur Business School (KLBS); An Overview of Islamic Banking System in Malaysia, County Report, Undated, p 14.

لوفاء بالمتطلبات العالمية في مجال صناعة الخدمات المالية الإسلامية^(٨٥). فمن بين العوامل الهامة في تطوير صناعة مالية إسلامية، ديناميكية وتنافسية، وجود مجموعة كبيرة من الإطارات الجيدة، حيث يعتبر رأس المال البشري أساس تحريك الابتكار، ورفع قدرات المنافسة، لمواجهة تحديات صناعة المالية الإسلامية. ومن أهم الإنجازات التي تم تحقيقها في هذا المجال، تأسيس عدة مؤسسات تكوينية وتعليمية. فجميع مؤسسات التعليم العالي في ماليزيا تعرض، على الأقل، تدريس بعض المواد المتخصصة في المالية الإسلامية، إن لم تكن برامج تعليمية متكاملة وشاملة، وفي المجمل يوجد في ماليزيا حوالي ٥٠ مؤسسة، تقدم دروسا في المالية والمصرفية الإسلامية، و١٨ جامعة تمنح شهادات في المصرفية والمالية الإسلامية^(٨٦).

المطلب السادس: إيجاد منتجات وخدمات مالية إسلامية متعددة ومتنوعة:

لعب المنظمون والمشرّفون على السوق دورا بالغ الأهمية، في تشجيع ابتكار منتجات جديدة، وتطوير مجموعة واسعة من الخدمات والمنتجات المطابقة للشريعة. وتم الاعتماد على مقاربتين مختلفتين لتطوير المنتجات والخدمات المالية الإسلامية المعاصرة: تقوم المقاربة الأولى على تعديل المنتجات والخدمات التقليدية الموجودة لتتطابق مع مبادئ الشريعة، وتقوم الثانية على خلق منتجات وخدمات جديدة ومبتكرة عبر استخدام مبادئ الشريعة المتنوعة. وفي ماليزيا، تمت الاستعانة بكلا المقاربتين لخلق وتطوير منتجات السوق المالية الإسلامية، التي من شأنها تلبية احتياجات المصدرين والمستثمرين. وتم التركيز أيضا، على عرض مجموعة شاملة ومتكاملة، من منتجات السوق المالية الإسلامية، شملت أسهم وصكوك مختلف القطاعات وجميع الصناعات، بالإضافة إلى عرض منتجات السوق المالية الإسلامية على المستوى الدولي، وفتح السوق للمستثمرين، والمصدرين، والوسطاء الأجانب. فمن بين مواصفات النظم المالية المتطورة جيدا تنوع المشاركين، ويشمل ذلك مشاركة جميع المؤسسات المالية، المحلية والأجنبية، في الساحة المالية الإسلامية؛ لذلك قامت السلطات الماليزية بتحرير القطاع المالي الإسلامي، حيث أن مشاركة المؤسسات المالية التقليدية، وتواجد المؤسسات المالية الإسلامية الأجنبية في ماليزيا، خلق فائضا وتنافسا، ساعدا على تنويع المنتجات، وتحفيز الابتكارات المالية، ودعم تنمية المالية الإسلامية بشكل عام.

(٨٥) الماليزي، زاهر الدين محمد، مرجع سبق ذكره، ص ٢٣.

(86) Free Malaysian Today News; Islamic finance education in Malaysia, December 16,2013.

الخاتمة

النتائج:

- يمكن تلخيص أهم نتائج البحث في الآتي:
- ١- تعتبر السوق المالية الإسلامية جزءاً حيوياً من النظام المالي الإسلامي ككل، بما أنها توفر السيولة لأصول غير سائلة من دونها.
 - ٢- تؤدي البنية التحتية المتينة (المتكونة من: الإطار القانوني والتنظيمي والضريبي، والحوكمة الشرعية، وتنمية القدرات البشرية، والمنتجات والخدمات) دوراً بالغ الأهمية في نجاح تطوير السوق المالية الإسلامية.
 - ٣- مرّت تطور السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، بثلاث مراحل أساسية: مرحلة التأسيس، ومرحلة القبول، ومرحلة التنمية الاستراتيجية أو السوق المتقدمة.
 - ٤- اعتمد تطور السوق المالية الإسلامية بماليزيا، على العوامل الرئيسية الآتية:
 - أ- إطار قانوني واضح للتعامل بمنتجات المالية الإسلامية، ووجود آليات خاصة وفعالة، لتسوية النزاعات في المعاملات المالية الإسلامية.
 - ب- إطار تنظيمي فعال يرتكز على العديد من الضوابط في شكل إرشادات مساعدة وداعمة، تشمل جميع عمليات السوق وجميع الفاعلين فيها، إلى جانب تبني المعايير الاحترازية الإسلامية الدولية، الصادرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية، من أجل ضمان سلامة النظام واستقراره.
 - ج- إطار سليم للتطابق مع الشريعة يغطي المستوى الوطني، بهدف تعزيز الثقة في السوق وسلامته، وتوحيد قواعد الشريعة، وكذلك المستوى المؤسسي، لضمان مطابقة عمليات المؤسسات مع الشريعة، إلى جانب إصدار إرشادات تنظم كيفية حوكمة الهيئات الشرعية، للمؤسسات المالية الإسلامية.
 - د- إطار ضريبي محفز قائم على سياسة حيادية الضرائب، ومنح سلسلة من الإعفاءات الضريبية، شملت جميع قطاعات السوق المالية الإسلامية، وجميع المشاركين فيها.
 - هـ- إيجاد منتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية، عبر تعديل المنتجات والخدمات التقليدية الموجودة لتتطابق مع مبادئ الشريعة، وابتكار منتجات جديدة، باستخدام مبادئ الشريعة المتنوعة. وعرض مجموعة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية، تشمل مختلف القطاعات وجميع الصناعات، إلى جانب عرضها على المستوى الدولي، وفتح السوق للمستثمرين، والمصدرين، والوسطاء الأجانب.
 - و- تقديم تشكيلة متكاملة وشاملة من برامج تنمية المهارات البشرية، في مجال

صناعة الخدمات المالية الإسلامية، ما أوجد عدداً كبيراً من الإطارات الجيدة في المجال، والتي تعتبر أساس تحريك الابتكار، ورفع قدرات المنافسة، لمواجهة تحديات صناعة المالية الإسلامية.

التوصيات:

على ضوء النتائج السابقة، يمكن صياغة جملة من التوصيات، بهدف تطوير السوق المالية الإسلامية في الدول المسلمة التي لم تشهد بعد تطور هذه السوق، وذلك في الآتي:

- ١- مشروع تنمية السوق المالية الإسلامية، ينبغي أن يكون ضمن إطار مشروع تنمية نظام مالي إسلامي، شامل ومتكامل من كافة الجوانب، وبما يحتويه من مؤسسات مالية إسلامية.
- ٢- توفير الإطار - التنظيمي، والقانوني، والشرعي- الملائم لنمو السوق المالية الإسلامية، ومنح حوافز ضريبية، وتقديم تسهيلات لدفع المؤسسات المالية الإسلامية على الانخراط في المشروع بشكل حقيقي.
- ٣- خلق تشكيلة متنوعة وواسعة من منتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية، تشمل مختلف القطاعات، وجميع الصناعات، إلى جانب عرضها على المستوى الدولي، وفتح السوق للمستثمرين، والمصدرين، والوسطاء الأجانب.
- ٤- إنشاء مؤسسات التكوين والبحث في مجال المالية الإسلامية، لتوفير المهارات البشرية الضرورية، لازدهار صناعة المالية الإسلامية ككل.

- February 2006. Available from: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisap26p.pdf>.
5. Bursa Malaysia (website); 2015. Available from: <http://www.bursamalaysia.com>
 6. Finance Accreditation Agency (FAA); Talent Development Survey, REDmoney, Kuala Lumpur, Malaysia, 2014. Available from: http://www.faa.org.my/system/files/downloads/FAA-IFN20%Survey20%Final20%Version20140528_29%282%20%.pdf
 7. Free Malaysian Today News; Islamic finance education in Malaysia, December ,16 2013. Available from: <http://www.freemalaysiatoday.com/category/business/16/12/2013/islamic-finance-education-in-malaysia/>
 8. Haneef, Mohamed Aslam; Contemporary Islamic Economic Thought and Policy : Policies and Institutional Reforms in Malaysia, Paper presented in seminar organized by BIIT in Dhaka, Nov 2009. Available from: <http://www.ierb-bd.org/wp-content/uploads/03/2010/Contemporary-Islamic-Economic-Thought-and-Policy.doc>.
 9. Hizzad, Baharuddin Ahmad; «The Regulatory Framework of Islamic Financial System in Malaysia», Financial Talent Enrichment Programme, Bank Negara Malaysia, 18 april 2011. Available from: http://www.fstep.org.my/media/File/Overview20%Week20%Notes/En.20%Ahmad20%Hizzad_BNM.pdf
 10. International Islamic Center Malaysia (IICM); «Development in the Malaysian Bond Market», MIF Monthly, June 2008.
 11. The International Organization of Securities Commissions (IOSCO); Report of The Islamic Capital Market task force, July 2004. Available from: <http://www.iasplus.com/en/binary/resource/ioscoislamiccapitalmarkets.pdf>.
 12. The International Organization of Securities Commissions (IOSCO); Analysis of the application of IOSCO's objectives and principles of securities regulation for Islamic securities products, September 2008. Available from: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD280.pdf>.
 13. Islamic Banking and Finance Institute Malaysia (IBFIM); Syariah Advisory : A Vital Component of the Malaysian Islamic Capital Market, Undated. Available from: <http://www.ibfim.com/images/media/articles/syariahadvisory.pdf>.
 14. Islamic Financial Services Board (website); 2015. Available from: www.ifs.org/
 15. Kuala Lumpur Business School (KLBS); An Overview of Islamic Banking System in Malaysia, County Report, Undated. Available from: <http://klbs.com.my/v1/wp-content/uploads/05/2012/country-rpt-MAL.pdf>.
 16. Laldin, Mohamed Akram; Islamic Financial System: The Malaysian Experience and The Way Forward, Undated. Available from: <http://uaelaws.files.wordpress.com/05/2012/islamic-financial-system-the-malaysian-experience-and-the-way-forward.pdf>.

17. Nik Ramlah Mahmoud, «Bond Market development in Malaysia», 9 th OECD – ADBI roundtable on capital Market Reform in Asia – Ten Years after the financial Crisis: Prospects towards the future, 26 February 2008. Available from: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/40126717.pdf>
18. Securities Commission Malaysia, «Malaysian ICM», Quarterly bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, November 2006, Vol 1 No 3. Available from: http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/icm/ICMNews_Nov06.pdf
19. Securities Commission Malaysia, «Malaysian ICM», Quarterly bulletin of Malaysian Islamic Capital Market, December 2010, Vol 5 No 4, Vol 9 N° 2. Available from: http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/icm/1012_msianicm.pdf
20. Securities Commission Malaysia, «Malaysian ICM», Bi-annual bulletin on the Malaysian Islamic Capital Market, July-December 2014, Vol 9 N° 2. Available from: http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/icm/14_04_14_msianicm.pdf
21. Securities Commission Malaysia (website); 2015. Available from: <http://www.sc.com.my/>
22. The Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organisation of the Islamic Cooperation - Capital Market Regulator Forum (COMCEC CMR), Report of the Islamic finance task force, Enhancing infrastructure for Islamic capital market, Published by Securities Commission Malaysia, Capital Market Development Authority Maldives and Capital Market Board of Turkey, 2013. Available from: http://www.comceccmr.org/media/9532/islamic20%finance20%report_2013.pdf
23. Sudin, Haron; Towards Developing a Successful Islamic Financial System : A Lesson From Malaysia, Kuala Lumpur Business School, Working Paper Series 2004 .003. Available from: <http://klbs.com.my/v1/wp-content/uploads/-003/04/2012Developing-Islamic-Financial-System.pdf>.
24. Wan Razazila, Wan Abdullah; Roudaki, Jamal and Murray, Clark; The Evolution of The Islamic Capital Market in Malaysia, Lincoln University, New Zealand, Undated. Available from: http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC75-_FINAL_paper.pdf.
25. Zulkifli, Hasan; The Effectiveness of the Legal Framework of the Islamic Banking System in Malaysia, Islamic University College of Malaysia, Undated. Available from: <http://zulkiflihasan.files.wordpress.com/07/2008/the-effectiveness-of-legal-framework.pdf>.

Bait Al-Mashura Journal

مجلة بيت المشورة

International Academic Refereed Journal On Islamic Finance and Banking

Issue (5) State of Qatar - October 2016



Published by



ISSN : 2409-0867 إلكتروني

ISSN : 2410-6836 ورقي

mashurajournal.com

شركة بيت المشورة للاستشارات المالية
Bait Al-Mashura Finance Consultations Company