

معالم سوق رأس المال الماليزي والتكنولوجيا والأدوات المالية المتبعة من عام 2007 ولغاية 2021

عمر محمد احميد الركابي¹ ، زينب حسين محمد الكرعوي²

المستخلص

تمحورت مشكلة الدراسة حول المقومات والمعوقات التي تحد من بناء سوق إسلامي متكامل في البلدان الإسلامية ومنها العراق، وما هو الإطار العملي للتجربة الماليزية، بصنفته أنموذج عمل يمكن الاقتداء به، في بناء سوق للأوراق المالية الإسلامية يمكن الاستفادة منه في تبني نموذج يمكن تطبيقه على أرض الواقع وبشكل حقيقي في البلدان الإسلامية وغير الإسلامية، يكون موازياً لسوق للأوراق المالية التقليدي؟. والهدف هو الإخذ بالتجربة الماليزية التي تعد رائدة من نوعها في مجال إنشاء وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، وجعل الخدمات والأدوات المالية التقليدية متوافق مع الشريعة، على غرار الأسهم والصكوك المتوافقة في التجربة الماليزية، ويطبق وفق خطة استراتيجية واضحة المعالم. وتوصل البحث عدة نتائج في إطار استخدام منهج البحث والتقصي والبيانات المعلنة وتحليلها بيانياً، منها: وجود البنية التحتية القانونية الشرعية والتنظيمية والإطار الرقابي الذي يضبط صناعة صيغ التمويل الإسلامي، يجب توفر هيئة شرعية ممثلة في المجلس الاستشاري الشرعي، وذلك من باب تنظيم الفتوى المالية، أيجاد سوق نقدي بين البنوك الإسلامية يتميز بسبولة عالية، وأهم النتائج امتياز النظام المالي في ماليزيا بالازدواج، إذ يجمع بين النظامين التقليدي والإسلامي. لهذا اعتمدت ماليزيا نهج التدرج في تبني نظام اسلامي شامل بشكل متوازي مع قرينه التقليدي، لنفي فكرة الابداع فقط، بل العبرة في الاستمرار والمواصله، لهذا بالإمكان انشاء سوق مالي (بورصة) إسلامي إذ ما توفرت المقومات الفنية والإدارية والتشريعية والقانونية، المسوغة لها، لخلق وتكوين ذلك السوق، وفق خطة استراتيجية واضحة المعالم، بفتح بوابة الصيغ التمويل الإسلامي "الأدوات الإسلامية" من خلال إنشاء هيئة شرعية استشارية على غرار الهيئة الشرعية في ماليزيا عملها تقييم وابتكار وهندسة صكوك وأوراق مالية جديدة متوافقة مع الشريعة، وهذه إجابة لفرضية الدراسة.

الكلمات المفتاحية: هيئة الأوراق المالية (SC)، سوق رأس المال الإسلامي (ICM)، التقليدي، الأدوات المالية

Malaysian Capital Market Milestones and Technology and Financial Instruments from 2007 to 2021

Amer Mohammed Ehaimed Alrikaby¹ , Zainab Hussein Mohammed Alkaraawi²

Abstract

The problem of the study focused on the components and obstacles that limit the construction of an integrated Islamic market in Islamic countries, including Iraq, and what is the practical framework of the Malaysian experience, as a business model that can be emulated, in building an Islamic stock market that can be used to adopt a model that can be applied on the ground and in a real way in Islamic and non-Islamic countries, parallel to the traditional stock market? The aim is to follow the Malaysian experience, which is considered a pioneer of its kind in the field of establishing and developing Islamic financial instruments, and to make conventional financial services and instruments Shariah-compliant, similar to the stocks and Sukuk compatible in the Malaysian experience and applied according to a clearly defined strategic plan. The research reached several results within the framework of using the research and investigation methodology and the announced data and analyzing them graphically, including: the existence of the legal and regulatory infrastructure and the supervisory framework that controls the manufacture of Islamic finance formulas, the creation of a money market among Islamic banks characterized by high liquidity, and the most important results are the privilege of the financial system in Malaysia by duality, as it combines the conventional and Islamic systems. Therefore, it is possible to establish an Islamic financial market (stock exchange) if the technical, administrative, legislative and legal elements are available to create and form that market, and this is an answer to the hypothesis of the study.

انتساب الباحثين

¹ جامعة ابن سينا للعلوم الطبية

والصيدلانية، العراق، بغداد، 10001

² المديرية العامة لتربية كربلاء المقدسة،

وزارة التربية، العراق، كربلاء، 56001

¹ aameralrikaby1984@gmail.com

² zainab.h.mohammed.85@gmail.com

¹ المؤلف المراسل

معلومات البحث

تاريخ النشر: كانون الاول 2024

Affiliations of Authors

¹ Ibn Sina University for Medical and Pharmaceutical Sciences, Iraq, Baghdad, 10001

² Directorate General of Education of Holy Karbala, Ministry of Education, Iraq, Karbala, 56001

¹ aameralrikaby1984@gmail.com

² zainab.h.mohammed.85@gmail.com

¹ Corresponding Author

Paper Info.

Published: Dec. 2024

Keywords: Securities Commission (SC), Islamic Capital Market (ICM), Conventional, Financial Instruments

المقدمة

نظراً للأهمية الكبيرة للأسواق المالية على المستويين الكلي والجزئي، نجد أن معظم دول العالم الإسلامي تعمل جاهدة على غرار باقي دول العالم في تطوير وتنمية تلك الأسواق، وفي كل مرة كانت تنشأ فيها أسواق الأوراق المالية في دول العالم الإسلامي إلا وكانت وفقاً لنموذج الأسواق الأوراق المالية التقليدية، فكانت هناك شبه تبعية مطلقة في الأنظمة المالية داخل هذه الدول للأنظمة المالية الغربية من حيث الهياكل المالية، والتشريعات القانونية المالية، نمط الإدارة، نوع الأدوات المالية المستخدمة في عمليات الاستثمار... الخ. والتي أثبتت مدى هشاشة النظام المالي التقليدي الرأس مالي من خلال تعدد الأزمات التي عرفها النظام المالي الرأس مالي ومنها الازمة المالية لعام 2008م وتعدّ واحدة من الازمات التي يعيش تبعاتها معظم الدول الإسلامية على غرار باقي دول العالم، والتي كان لها انعكاسات في شكل آثار سلبية على اقتصاديات بلدان العالم الإسلامي، ولأن نشأتها كانت على وفق الأنموذج الرأس مالي التقليدي الذي لا يتوافق مع الطبيعة الفكرية والاقتصادية والاجتماعية الخاصة بدول العالم الإسلامي، ناهيك عن الاختلافات العقائد الدينية للمجتمعات في هذه الدول.

فقد سعت معظم دول العالم الإسلامي إلى تصحيح أنظمتها المالية، لتجنب أو على الأقل التقليل من الآثار السلبية لتلك الازمات، وعلى رأس هذه الدول الإسلامية "ماليزيا" حيث تبنت النموذج الإسلامي في أسواقها بالرجوع إلى الشريعة الإسلامية السمحاء في جميع تعاملاتها بالمنتجات المالية الإسلامية "أسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، الصكوك الإسلامية، صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية، سوق السلع الإسلامية "بورصة آل سيلا"، مشتقات العقود الآجلة، والمؤشرات الإسلامية... الخ. أتضح ان هذا النظام يعطي بديلاً جيداً، وذلك نتيجة انضباطه الكبير بالأحكام الشرعية على العكس ما معمول به في النظام المالي التقليدي. وبناءً لما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية في السؤال التالي:

ما الإطار العملي للتجربة الماليزية، بصفته أنموذج عمل يمكن الاقتداء به، في بناء سوق للأوراق المالية الإسلامية يمكن الاستفادة منه لتبني نموذج يمكن تطبيقه على أرض الواقع، يكون موازياً لسوق الأوراق المالية التقليدي؟

إذ يمكن صياغة النتائج من خلال الإجابة على الفرضية الرئيسية الأتية:

بالإمكان تطبيق التجربة الماليزية من خلال تبنيها كنموذج يمكن تطبيقه على أرض الواقع في البلدان الإسلامية وغير الإسلامية، من خلال إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية، إذا ما توفرت المقومات الأساسية التشريعية القانونية، والتنظيمية الإدارية.

وكذلك استندت الفرضية على عمق الأهداف التالية:

1. الإخذ بالتجربة الماليزية التي تعدّ رائدة من نوعها في مجال إنشاء وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، نتيجة تبنيها نهج التدرج في بناء نظام مالي شامل يعمل بالازدواجية إذ يجمع بين الإسلامي والتقليدي.
2. جعل الخدمات والأدوات المالية الرأس مالية التقليدية في سوق الأوراق المالية التقليدي متوافق، على غرار الأسهم والصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في التجربة الماليزية، ويطبق على وفق خطة استراتيجية واضحة المعالم.
3. التوصل إلى نتائج وإرشادات تتعلق بمدى تطبيق أو بناء تكنولوجيا تخص سوق أوراق مالي إسلامي ناجح في البلد المتبني الفكرة وتعميم هذه التجربة مع الأسواق المالية التقليدية الأخرى.

ومن أجل اختبار فرضية البحث والإحاطة بمختلف جوانبها، سيتم الاعتماد على مناهج تساعد على تحقيق هدف البحث وإنجازه ومنها:

المنهج التاريخي: لتتبع بعض الوقائع التاريخية والتسلسلات الزمنية لجزء من المراحل التي مر بها تطور سوق الأوراق المالي الماليزي، والأدوات المالية ومشتقاتها ومؤشراتها لبيان نشأتها وتاريخ تطورها. **والمنهج الوصفي التحليلي:** يعتمد على جمع مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث ودراستها وتحليلها، للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، من خلال استخدام أدوات إيضاحية كالجداول والاشكال والمنحنيات البيانية المتعلقة بتطور قيم إداء مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، من عام 2007 ولغاية 2020م. ولتأسيس بنية فكرية حول الدراسة تم اعتماد هيكلية تستند على عدة محاور لمدة زمنية محددة من 2007 ولغاية 2021:

المحور الأول: فكرة ونشوء سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تأسس جمعية سماسرة بورصة سنغافورة سنة 1930م، كجمعية منظمة ورسمية تختص في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، والتي أعيد تسجيلها باسم جمعية سماسرة بورصة ماليزيا سنة 1937 [5].

وكان الظهور الفعلي في 09 ماي 1960م، حين صاغت سوقاً منظمة مشتركة مع سنغافورة، إذ تم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يستمر، إذ انفصل في عام 1964م وعلى ضوء ذلك أنشأت ماليزيا بورصة خاصة بها عرفت باسم بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم في سنة 1976 [1].

وتطورت البورصة بشكل ملحوظ وملفت خاصة في أوائل الثمانينات، وذلك من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية لغرض سد احتياجات القطاع العام، إذ كان يُعد قطاعاً أساسياً ومهماً لتطوير الاقتصاد الماليزي والنهوض به، غير أن الاعتماد والتركيز على القطاع العام لوحده من قبل الحكومة الماليزية لم يدم طويلاً، بل أصبح الاهتمام ينصب على القطاعين كليهما: العام والخاص للنهوض بسوق رأس المال الماليزي، ليتم إصدار أول سندات من القطاع الخاص سنة 1980م، وتوالى بعدها إصدار سندات من الشركات الخاصة الماليزية.

واخذ ذلك السوق بالتطور الملحوظ خاصة بعد عام 1993-1994م عند بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق السندات والمشتقات، وتعدّ الجهة الوحيدة التي تتفرد بتنظيم وترخيص جميع إصدارات الأوراق المالية بنوعها التقليدي والإسلامي، وأمسى سوق رأس المال الماليزي مصدراً رئيساً للموارد المالية اللازمة لتمويل التكوين الرأس مالي لكلا القطاعين، ليوفّر فرص وأشكال الاقتراض المتنوعة خاصة لتمويل المشاريع التنموية متوسطة وطويلة الأجل، مما يساهم في تطوير مختلف القطاعات الصناعية والاقتصادية الماليزية [5].

وقد وضع البنك المركزي الماليزي قيد العمل نظاماً آلياً شاملاً للإصدارات والمناقصات يضمن الشفافية الكاملة لعمليات الإصدار والتداول منذ عام 1996م، فضلاً عن ذلك أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية نظاماً للمتاجرة الإلكترونية عُرف باسم (Electronic Trading platform) ويحمل اختصاراً (ETP)، تعدّ منصة لسوق السندات الماليزية في 10 مارس عام 2008م، هدفها ضمان شفافية التداول في السوق [6].

ب- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامي

يُنظر إلى التمويل الإسلامي على أنه رد فعل وظيفي لنقاط الضعف في التمويل التقليدي، بحيث كان تطور التمويل الإسلامي في مرحلة ما بعد الأزمة المالية سنة 1997م، وسيلة يمكن من خلالها

المحور الثاني: الأطار الإطار التنظيمي للرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

المحور الثالث: أقسام الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية

المحور الرابع: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

المحور الخامس: معالم بورصة ماليزيا لعام 2021م

المحور السادس: الاستنتاجات والتوصيات

المحور الأول: فكرة ونشوء سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

أولاً: المفهوم

عُرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر... وغيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية [1].

كما جاء في التعليمات والإرشادات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا عام 2004م بند "1.05" A، تعرّف الأوراق المالية الإسلامية "هي جميع الأوراق المالية التي أصدرت بناءً على الأصول الشرعية والمبادئ أقرتها الهيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية" [2]، [3].

ويفهم من التعريفين السابقين بأنه "سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات، الاقتصادية وفقاً لنظام المعاملات الإسلامية" [4].

ثانياً: النشأة

ومر نشأة سوق رأس المال الماليزي بمرحلتين، هما، الأولى: سوق الأوراق المالية التقليدي وهو سابق الظهور، والثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية. وسيتم توضيح بإيجاز نشأة كلا السوقين:

أ- نشأة سوق الأوراق المالية التقليدي

تعود بدايته إلى أواخر القرن التاسع عشر وتعدّ مطلع صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا، مع ببزوغ الشركات المتخصصة البريطانية في صناعة المطاط والقصدير، ليتم بعدها

المرحلة الثانية

بدأ العمل بهذه المرحلة منذ انطلاق مشروع العمليات المصرفية بصفته نظاماً يعمل به دون فوائده في 04 مارس 1993م، وأسس بنك اسلام ماليزيا برهاد (Bimb Securities Sdn Bhd) في فبراير/شباط من عام 1994م وتحت احكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983م، وتبعاً لهذا التأسيس بدأت إقامة السمسرة الإسلامية ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية [9].

وفي عام 1995م شرعت هيئة الأوراق المالية في تأسيس وحدة سوق رأس مال الإسلامي، ثم تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) عام 1996م، كما اطلق أول مؤشر شرعي يضم أسهم الشركات الماليزية المتوافقة مع الشرعية الإسلامية من العام نفسه، وفي عام 1997م أصدرت (Khazanah Nasional Bhd) بكاويون يساوي الصفر، والسندات قائمة على أساس المرابحة وبيع الدين، وفي العام نفسه قامت هيئة الأوراق المالية بمعية المجلس الاستشاري الشرعي بوضع قائمة رئيسة لأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة، ويتم تحديث القائمة مرتين في السنة في كل من شهري أبريل وأكتوبر [4].

وفي هذه المرحلة تم ولادة مؤشراً ثاني لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية وذلك وفي 17 أبريل/نيسان 1999م وأطلق عليه مؤشر الشرعية أو مؤشر كوالا لامبور (Index Shariah)، وجاء نتيجة تقرير للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بأن أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في لتلك البورصة متوافقة مع أحكام الشريعة، ويجب توفر مؤشر لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية [3] [9].

كما تم إطلاق الصندوق الاستثماري (RHB Management Bhd) عام 2000م كأول صندوق سندات استثماري إسلامي، وبالمواكبة من العام نفسه تم تأسيس قسم مخصص لسوق الأوراق المالية الإسلامي على موقعها الإلكتروني من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وفي عام 2001م تم إطلاق المخطط الرئيس لسوق المال (Mastepan11)، كأحد المبادرات الاستراتيجية التي تبنتها ماليزيا بوصفها مركز سوق مال دولي إسلامي [4].

المرحلة الثالثة

بداية طرح صكوك إسلامية عالمية، كما قامت بها شركة (kumpulan Guthrie Bhd) عام 2002م بطرح صكوك إجازة قدرت بـ (150) مليون دولار أمريكي بصفته أول إصدار سندات

لماليزيا إعادة تنشيط نظامها المالي وتجنب أخطار هزات الأسواق المالية الدولية، وإيجاد لنفسها مكاناً في الاقتصاد العالمي.

يمكن تقسيم تطور العمل المالي الإسلامي في ماليزيا إلى ثلاث مراحل أساسية، تبدأ الأولى تبدأ من 1983-1992م، وعرفت بمرحلة الاستكشاف، وبدأت الثانية من 1993-2001م، وعرفت بمرحلة القبول، والمرحلة الثالثة والتي عرفت بمرحلة إستراتيجية التنمية إذ بدأت من 2002-2010م، لذا يمكن أيجاز تطور التمويل الإسلامي في ماليزيا وفقاً للمراحل الآتية ادناه: [4]

المرحلة الأولى

يعود تاريخ سوق الإسلامي للأوراق المالية في ماليزيا إلى في نوفمبر عام 1962م، عندما أنشئت مؤسسة معهد الادخار للاستثمار في ودائع الحجاج الماليزيين "طابوج حاجي"، إذ بدأ العمل به رسمياً في 30 سبتمبر عام 1963م، وكان يهدف حسب قانون رقم (8) والخاص بمجلس إدارة صندوق الحج عام 1969م، وهدفه تمكين الحجاج المسلمين من الادخار تدريجياً لدعم نفقاتهم خلال الحج ولأغراض مفيدة أخرى، والمشاركة الفعالة في الاستثمار في الأنشطة المسموح بها في الإسلام من خلال تلك المدخرات، كما يضمن رفاهية وراحة الحجاج أثناء تأدية المناسك بتوفيره مختلف المرافق والخدمات، وقد تطورت هذه التجربة وبشكل سريع وانتشرت في ارجاء الدولة الماليزية، حتى أصبحت اليوم من أوسع المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، للمزيد ينظر: [7].

ولكن النشاط الرسمي لسوق الأوراق المالية الإسلامية بدأ عام 1983م، عندما تم تصديق قانون الصيرفة الإسلامية في بداية إنشاء بنك اسلام ماليزيا برهاد (BIMB) الذي بدأ أعماله بشكل فعلي في 01 يوليو 1983م، تلاه في عام 1984م تأسيس "شركة التأمين التكافلي الإسلامي" تنفيذاً لصدور قانون التأمين الإسلامي من نفس العام [8].

كما يحسب التطور الحقيقي الفعلي لسوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما صدرت وطرحت شركة (شيل أم. دي. إس) الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990م، وتبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامي واتساعه [1].

التامين والتكافل، وفي عام 1994م إنشأت هيئة الأوراق المالية الماليزية بما يسمى قسم سوق المال الإسلامي (Islamic Capital Market Department) (ICMD) التابع لها كجهة مساعدة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية. [4]، pp. 115-126 ومن الوظائف الأساسية لهذا القسم، الحرص على الدراسات التي تهتم بالبحوث والهندسة الخاصة بإقرار الأدوات المالية الإسلامية، وبعض الأدوات التقليدية المتوافقة مع الأحكام الشرعية، كما مجموعة من الوظائف الأخرى، ويتكون القسم من أعضاء يُشترط بهم توفر المعرفة الكافية في أصول المعاملات المالية الإسلامية، وتعرض فيما بعد بحوث هذا القسم على المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) (Shariah Advisory Council).

اتخذت الهيئة العليا بعد تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الكثير من الخطوات لتحقيق أهدافها المتعلقة بتطوير هذا السوق بعد ما شهدت نشاطاً مكثفاً بعد التأسيس ومنها إعداد سلسلة من اللقاءات الفقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية، ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرها.

وتمخض عن هذه اللقاءات والاجتماعات وبدعم من وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية الخاصة في 10 أكتوبر/تشرين الأول 1994م، "تأسيس اللجنة الشرعية"، وعُرفت باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG) (Islamic Instrument Study Group)، وتعدّ هذه اللجنة استشارية مساندة، وتتألف هذه اللجنة من المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية الإسلامية والنظام المالي التقليدي، ويساعدهم في هذا المجال خبراء في التمويل والموارد المالية والمعاملات المصرفية الإسلامية، وأول اجتماع عقد لها في 24 مارس 1995م، ومنذ ذلك التاريخ عقدت ثمانية اجتماعات خلال العام نفسه، لمناقشة القضايا المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وحققت هذه اللجنة نجاحاً مدهلاً في دراسة أسس تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بعد عام على تأسيسها، فتزايدت الحاجة إلى حراك فعال لتوسيع دورها لتحويلها كجهة رسمية ومنظمة فاعتبرتها هيئة الأوراق المالية الماليزية لاعباً دوراً هاماً وحيوياً في هذا السوق، في 16 مايو 1996م حلت اللجنة الاستشارية الشرعية (SAC) (Shariah Advisory Council) محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG) وتولت مسؤوليتها الرسمية بالاتفاق مع وزارة المالية الماليزية [9].

لشركات عالمية أدرجت الصكوك على مستوى بورصة لأبوان الخارجية، تلها إصدار الحكومة الماليزية ولأول مرة سندات سيادية قدرة بـ (600) مليون أمريكي، وسمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لعام 2003م بخصم الضرائب لمدة خمس سنوات على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية، استناداً إلى مبادئ الشريعة الإسلامية في الإجارة المضاربة ومشاركة، وكذلك تأسيس مجلس الخدمات المالية الإسلامية عام 2003م [10]. كما سمحت في ميزانيتها الاتحادية عام 2004م، خصم الضرائب لمدة خمس سنوات على النفقات التي تكبدها في إصدار السندات الإسلامية، على أساس مبدأ الشريعة الإسلامية في الاستصناع، وفي عام 2005م أصدر البنك العالمي سندات إسلامية قدرت بـ (760) مليون رينغيت سوف تكتمل عام 2010م وتعدّ أكبر صفقة وطنية ماليزية، وتلاها إصدار أول صندوق استثماري إسلامي عقاري [7].

فوضعت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة حوافز عديدة، لتسهيل انشاء صناديق استثمار إسلامية من جهات أجنبية عام 2008م، وتم إطلاق عام 2010م المخطط الرئيس الثاني لسوق المال (Masterplan2) للمدة الممتدة من 2010م لغاية 2020م بعد ما تم تحقيق (95%) من الاهداف في (Masterplan1). وتلاها عام 2011م تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ (إيه أي بي أي أم) السبدي الشرعي، بالتعاون بين بورصة ماليزيا بلومبرغ ورابطة المؤسسات الإسلامية المصرفية الماليزية، يعتبر المؤشر معياراً مرجعياً لاستثمارات السندات الإسلامية السيادية في ماليزيا، كما يعتبر مقياساً أيضاً لأداء الأوراق المالية الحكومية المقومة بالرينجيت الماليزي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المحور الثاني: الأطار الإطار التنظيمي للرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

عملت ماليزيا على تبني الأنموذجين التقليدي والإسلامي في نظامها المالي، وكذلك الحال بالنسبة لإصدار الأوراق المالية، وبناء لما تقدم أصدرت هيئة الأوراق المالية بماليزيا مجموعة إرشادات تنظيمية مختلفة لتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية، وإرشادات إضافية بما يخص نظيرتها الإسلامية.

وتعدّ هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) (Securities Commission Malaysia) الجهة الوحيدة التي تنظم وترخص جميع إصدارات الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية، أما دور البنك المركزي الماليزي يعتبر الجهة المنظمة للقطاع المصرفي بما يخص الأنموذجين كليهما التقليدي والرأس مالي والإسلامي، وقطاع

الثاني فهو يعمل على تقديم المنتجات الجديدة والخدمات المبتكرة المتمثلة بصيغ التمويل الإسلامي (الصكوك) التي تنطوي على تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية، بغية تلبية احتياجات السوق، ومن هنا يمكن بيان نسبة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا وكما موضح في الجدول (1) والشكل (1).

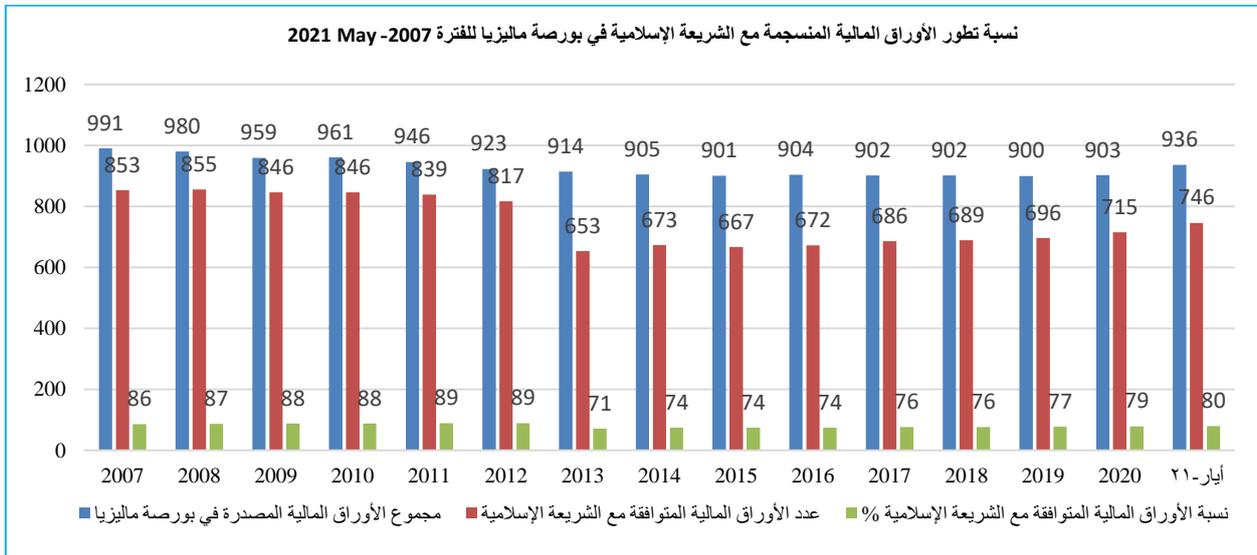
المحور الثالث: أقسام الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية

في التجربة الماليزية يتم تطوير المنتجات والخدمات المالية الإسلامية باستخدام نهجين مختلفين، النهج الأول يتم من خلاله تحديث وتعديل المنتجات التقليدية والخدمات القائمة بحيث تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية منها (الأسهم العادية)، أما النهج

جدول (1): يبين نسبة تطور الأوراق المالية المنسجمة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا للمدة 2007-2021 May

السنة	مجموع الأوراق المالية المصدرة في بورصة ماليزيا	عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	نسبة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية %
2007	991	853	86
2008	980	855	87
2009	959	846	88
2010	961	846	88
2011	946	839	89
2012	923	817	89
2013	914	653	71
2014	905	673	74
2015	901	667	74
2016	904	672	74
2017	902	686	76
2018	902	689	76
2019	900	696	77
2020	903	715	79
may2021	936	746	80

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [11].



الشكل (1): يوضح التمثيل البياني لنسبة تطور الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2007-May

2021

والسبب راجع إلى تشجيع الحكومة الماليزية للشركات المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية إلى دخول السوق المالية الإسلامية بقوة بغية تطوير القطاعات الأساسية، وشهد في عام 2013م انخفاض بسبب استبعاد (158) شركة غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية

يتضح من خلال الشكل (1)، أن عدد الشركات المدرجة (عدد الأسهم المدرجة) في سوق الإسلامي للأوراق المالية الماليزي والمتمثلة بنسبة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية عرفت نمواً مستمراً خلال المدة من عام 2007 ولغاية 2012م،

الشرعية، بما في ذلك الأوراق المالية المدرجة في سوق (LEAP)، وتم شطب (15) ورقة مالية من القائمة السابقة، وستواصل اللجنة من خلال لجنة الأوراق المالية والبورصة استعراض الوضع الشرعي للأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا على أساس سنوي، استناداً إلى أحدث البيانات المالية السنوية المتاحة للشركات، حيث تعتمد (SAC) نهجاً كميّاً من مستويين، الذي يطبق معايير النشاط التجاري ومعايير النسبة المالية، في تحديد حالة الشرعية للأوراق المالية المدرجة، وبالتالي سيتم تصنيفها على أنها متوافقة مع الشرعية، إذا كانت أنشطتها التجارية ونسبها المالية ضمن المعايير القياسية [12]، [11].

المحور الرابع: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

أولاً: الأسهم العادية

الأسهم العادية في القائمة الرئيسية لبورصة ماليزيا هي أقرب الأدوات المالية المتوافقة مع الشرعية الإسلامية التي يمكن للمستثمرين لجميع انتمائهم الديني الاستثمار فيها. تخضع قائمة هذه الأسهم للمراقبة والمراجعة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية المراجعة بشكل دوري مرتين في السنة، مع ملاحظة أي تغييرات في أنشطة الشركات تؤثر على استمرار الاستثمار فيها، إذا كان رأس مالها الرئيس يشمل أنشطة الأعمال المحظورة بموجب الشرعية الإسلامية.

قامت هيئة تنظيم الأوراق المالية الماليزية بإدخال الأسهم العادية المتوافق مع أحكام الشرعية (Securities Compliant Shariah) لأول مرة في عام 1997 وسمحت بتداولها والاستثمار فيها، في ذلك الوقت، بلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشرعية (371) ورقة، بنسبة (57%) تقريباً من إجمالي عدد الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا، وكما موضح في الجدول (2) والشكل (2). [13].

من القائمة التي صدرت في مايو/ عام 2013م من قبل المجلس الاستشاري الشرعي (MPS)، ومن هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) ليصبح عدد الشركات المدرجة (653) شركة حتى 29 نوفمبر من نفس العام كما في الجدول (1)، وسبب الاستبعاد يعود بسبب بعض العوامل مثل تغير في عمليات التجارية للشركة والمواقف المالية كما تطبيق منهجية الفحص المنقح للمستثمرين، بالإضافة تم تصنيف (16) ورقة مالية متوافقة مع الشرعية بواسطة (SAC) مما أدى زيادة نسبية ملحوظة في عدد الأوراق المالية المدرجة من عام 2014م ولغاية 2017م حيث شكّل (76%) مقارنة (71%) عام 2013م، وذلك لاعتماد ماليزيا في جلب الاستثمارات الأجنبية لسعيها في تلك المدة إلى جعل سوقها المالي دولياً، كما اخذ اتجاه المنحنى بالصعود حيث وصل خلال النصف الأول من عام 2021 الى (80%) مقارنة عام 2018 (76%)، ويعود ذلك لأسباب عدة، منها، تكلفة الاستثمار، إذ ان سعر السوق للأوراق المالية غير المتوافقة مع الشرعية الإسلامية يساوي تكلفة الاستثمار، فإن المستثمرين الذين يحتفظون بمثل هذه الأوراق المالية يحاولون التخلص منها والاتجاه نحو الأوراق المالية المتوافقة مع الشرعية الإسلامية، كما تنصح (SAC) المستثمرين الذين يستثمرون في الأوراق الغير إسلامية التخلص منها أو الاحتفاظ بملغ الاستثمار قبل (28 مايو 2021) بعد هذا الموعد يجب ان تذهب أرباح الأوراق غير المتوافقة مع الشرعية الى المؤسسات الخيرية و الهيئة الشرعية، وتتنطبق هذه التوجيهات أيضاً على الصناديق الإسلامية، وافق المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) التابع للجنة الأوراق المالية الماليزية (SC) على قائمة محدثة من الأوراق المالية التي تم تصنيفها على أنها أوراق مالية متوافقة مع الشرعية الإسلامية، وستسري قائمة الأوراق المالية المنسجمة مع الشرعية والمدرجة في بورصة ماليزيا اعتباراً من 28 أيار/مايو، 2021 بواقع (25) ورقة مالية، صنفها هيئة الأوراق المالية مؤخراً بأنها سندات منسجمة مع

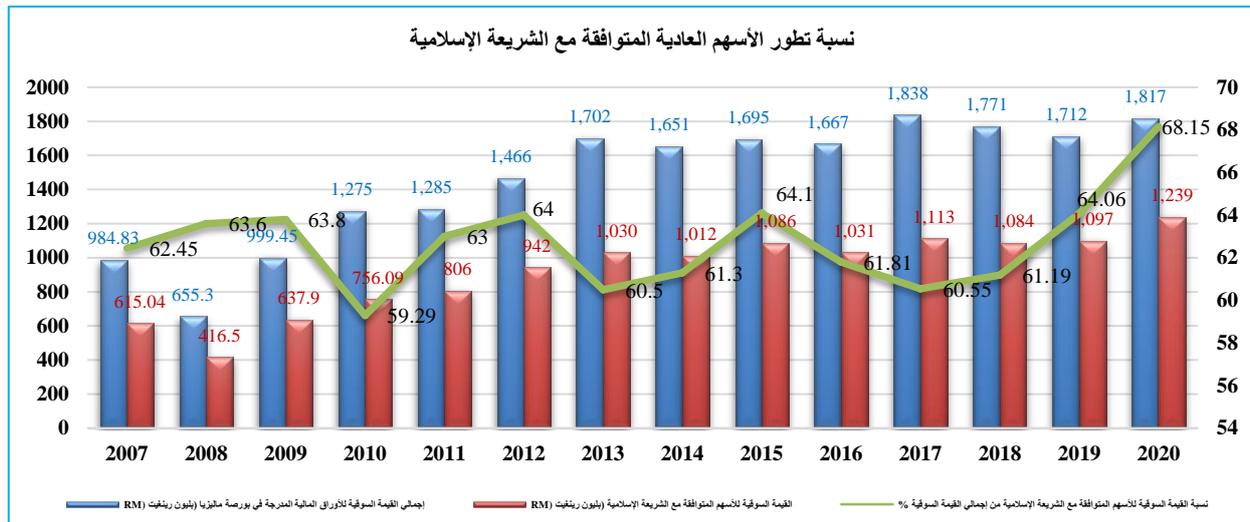
جدول (2): يبين تطور حجم الأسهم العادية المتوافقة مع الشرعية الإسلامية، من إجمالي القيمة السوقية (رسمة السوق)، في بورصة ماليزيا

خلال المدة 2007-2020م

السنة	إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا (بليون رينغيت (RM))	القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشرعية الإسلامية (بليون رينغيت (RM))	نسبة القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشرعية الإسلامية من إجمالي القيمة السوقية %
2007	984.83	615.04	62.45
2008	655.3	416.5	63.6
2009	999.45	637.90	63.8
2010	1,275	756.09	59.29
2011	1,285	806	63
2012	1,466	942	64

60.5	1,030	1,702	2013
61.3	1,012	1,651	2014
64.1	1,086	1,695	2015
61.81	1,031	1,667	2016
60.55	1,113	1,838	2017
61.19	1,084	1,771	2018
64.06	1,097	1,712	2019
68.15	1,239	1,817	2020

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [14].



الشكل (2): يوضح نسبة تطور الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، من إجمالي القيمة السوقية "رسملة السوق"، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2020-2007

2019 ، ويشكل قطاع المنتجات والخدمات الصناعية أكثر الأوراق المالية امتثالا للشريعة الإسلامية، حيث بلغ (219) بنسبة (29.51%)، يليه قطاع المنتجات الاستهلاكية بـ (150) ورقة مالية (20.22%)، ثم التكنولوجيا (87) بنسبة (11.73%)، ثم العقارات ب (82) ورقة مالية (11.05%)، للمزيد ينظر: [15].

ثانياً: صناديق الاستثمار الإسلامية

هي صناديق تجمع الأموال من صغار وكبار المستثمرين على شكل وحدات استثمارية، تحت رمز (unit trust fund) (UTF) ، يُعهد بإدارتها إلى أشخاص ذوي خبرة وكفاءة لاستثمارها في الشركات المعترف بها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وعليه نجد أن طبيعة وعمليات كل نوع من أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية متشابهة لنظيرتها التقليدية، إلا أن الصناديق الإسلامية مطالبة بالتقيد وبدقة بالمبادئ التوجيهية مع أحكام الشريعة، إي الاستثمار في الصكوك والأسهم والأدوات المالية الإسلامية فقط، وهناك عدة أنواع من صناديق الاستثمار إلا أن أهم هذه الأنواع يتمثل في صناديق الأسهم، وصناديق الإجارة (التأجير)، وصناديق

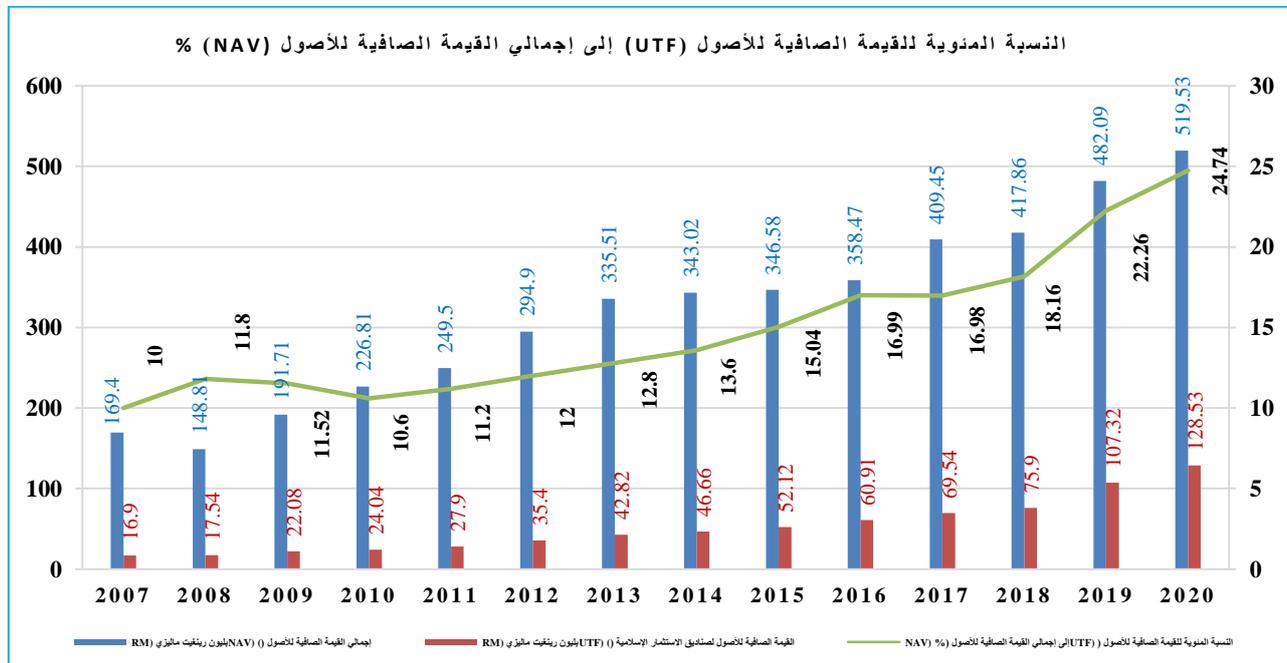
يلاحظ من الجدول إعلاه رقم (2) وتمثيله البياني رقم (2) التطور المستمر في إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في مقابل الهبوط والتدهور في القيمة السوقية الأسهم الغير المتفقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بحيث سجل عام 2017م (1,113) بليون رينغيت RM مقابل (615.04) بليون رينغيت RM عام 2007م، كما حافظت النسبة المئوية للقيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي القيمة السوقية للأسهم حيث شكلت ثلثي من القيمة السوقية في ماليزيا بمعدل متوسط في عام 2012م بنسبة (64%)، وهي بذلك تسمح بتعدد وتنوع الخيارات أمام المستثمرين للوصول إلى تشكيلة واسعة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في جميع القطاعات، وفي ديسمبر 2020، ارتفعت الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من (714) في نهاية عام 2019 إلى (742)، وهو ما يمثل (79.27%) من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا البالغ عددها (936)، بلغت القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة (1,239) بليون رينغيت RM أو (68.15%) من إجمالي القيمة السوقية، بزيادة قدرها (12.94%) مقارنة بنهاية عام

السلع الأساسية، وصناديق المراجعة وصناديق بيع الدين... إلخ مجموع الكلي لعدد الصناديق المعتمدة (صافي قيمة الأصول) (net) [5].
وبالإمكان بيان عدد صناديق الاستثمار الإسلامية (UTF) من (3).

جدول (3): يبين يمثل عدد صناديق الاستثمار الإسلامية (UTF)، من مجموع الكلي لعدد الصناديق المعتمدة، وكذلك النسبة المئوية للقيمة الصافية للأصول (UTF)، إلى إجمالي القيمة الصافية للأصول (NAV)، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2007-2020

السنة	مجموع الكلي لعدد الصناديق المعتمدة	عدد صناديق الاستثمار الإسلامية (UTF)	إجمالي القيمة الصافية للأصول (NAV) (بليون رينغيت ماليزي RM)	القيمة الصافية للأصول لصناديق الاستثمار الإسلامية (UTF) (بليون رينغيت ماليزي RM)	النسبة المئوية للقيمة الصافية للأصول (UTF) إلى إجمالي القيمة الصافية للأصول (NAV) %
2007	521	134	169.40	16.90	10.0
2008	582	149	148.81	17.54	11.8
2009	565	150	191.71	22.08	11.52
2010	584	155	226.81	24.04	10.6
2011	587	164	249.5	27.9	11.2
2012	589	169	294.9	35.4	12
2013	595	178	335.51	42.82	12.8
2014	612	188	343.02	46.66	13.6
2015	612	193	346.58	52.12	15.04
2016	627	198	358.47	60.91	16.99
2017	637	206	409.45	69.54	16.98
2018	645	227	417.86	75.90	18.16
2019	685	236	482.09	107.32	22.26
2020	696	240	519.53	128.53	24.74

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [15], [16], [17]



الشكل (3): يوضح التمثيل البياني للنسبة المئوية للقيمة الصافية للأصول (UTF) إلى إجمالي القيمة الصافية للأصول (NAV)، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2007-2020

يلاحظ من الجدول (3) وتمثيلاً البياني في الشكل (3) أعلاه أن فبعد أن كان عددها في ديسمبر/كانون الاول (134) صندوق بصافي قيمة (16.90) بليون رينغيت بنسبة (10.0%) من أصل صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في تطور مستمر،

إدارة الصناديق للأموال الإسلامية، مع (23) شركة إسلامية كاملة (Fund management companies) (FMCs) و (31) شركة (FMCs) تقدم نوافذ إسلامية حتى ديسمبر 2020 [18].

ثالثاً: صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية

ويرمز لها بـ (REIT) Islamic real estate investment (trusts)، وتكون مماثلة لصناديق الاستثمار العقاري التقليدية، وتنظم عادة على أنها صناديق ملكية إلا أنها يجب أن تحمل الاستثمارات التي تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية، هذا الشرط يعني أن يتم استخدام التأجير التمويلي (الإجارة) بدلاً من الشراء المباشر للممتلكات.

وجاء مفهوم "صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية" من قبل لجنة الأوراق المالية الماليزية (SC)، "أداة استثمارية تهدف إلى استثمار ما لا يقل عن (50%) من رصيد حساب أصولها في العقارات، سواء اقتناء الملكية المباشرة أو بواسطة شركة ذات طابع خاص تشتمل على الأصول الحقيقية الأساسية" [4].

إذ تعدّ البورصة الماليزية أول سوق في العالم تدرج صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية سنة 1996م، وكان أول صندوق استثمار عقاري إسلامي أدرج في القائمة الرئيسية للبورصة الماليزية على المستوى العالمي بقيمة سوقية تقدر (841) مليون رينغيت RM.

وتستثمر هذه الصناديق بشكل مباشر في أنواع مختلفة من الأصول ذات العلاقة بالعقارات مما يتيح للمستثمرين فرصة الحصول على حقيبة من الأملاك العقارية المتنوعة والمدارة بشكل محترف، بحيث تسمح هيكله هذه الصناديق لصغار المستثمرين بتملك حصص صغيرة في المشروعات العقارية العملاقة، وكما موضح في الجدول (4) والشكل (4). [5].

(521) المجموع الكلي لعدد الصناديق المعتمدة بإجمالي قيمة صافية للأصول (169.40) بليون رينغيت في عام 2007م، ارتفع عددها إلى (206) صندوق بصافي قيمة (69.54) بليون رينغيت من أصل (637) المجموع الكلي لعدد الصناديق المعتمدة بإجمالي قيمة صافية للأصول (409.45) بليون رينغيت، بنسبة ارتفاع (16.98%) من عام 2017، كما بلغ إجمالي التمويل الإسلامي للصناديق الإسلامية (AUM) (Assets under management) في نهاية عام 2019 ما قدره (180.52) بليون رينغيت، مسجلاً زيادة بنسبة (13.66%) من (158.83) بليون رينغيت على نهاية عام 2018، كما بلغ عدد صناديق برنامج الاستثمار الجماعي الإسلامي (CIS) (collective investment schemes) (REIT، PRS، WF، UTF)، (ETF) (330) في نهاية عام 2019، بما في ذلك (2) صندوق استثماري للوحدة الإسلامية (الاستثمار المستدام) (SRI) (Sustainable and responsible investment)، وكما هناك (54) شركات إدارة الصناديق للأموال الإسلامية، مع (23) شركة إسلامية كاملة (Fund management companies) (FMCs) و (31) شركة (FMCs) تقدم نوافذ إسلامية اعتباراً من عام 2019.

أما في ديسمبر بلغ إجمالي التمويل الإسلامي للصناديق الإسلامية (AUM) 2020 ما نسبته (216.80) بليون رينغيت مسجلاً زيادة بنسبة (20.10%) عن (180.52) بليون رينغيت في نهاية عام 2019، بلغ عدد صناديق برنامج الاستثمار الجماعي الإسلامي (CIS) (ETF و REIT و PRS و WF و UTF) (336) في ديسمبر 2020 بما في ذلك (5) صندوق استثماري للوحدة الإسلامية (الاستثمار المستدام) (SRI) وكما هناك (54) شركات

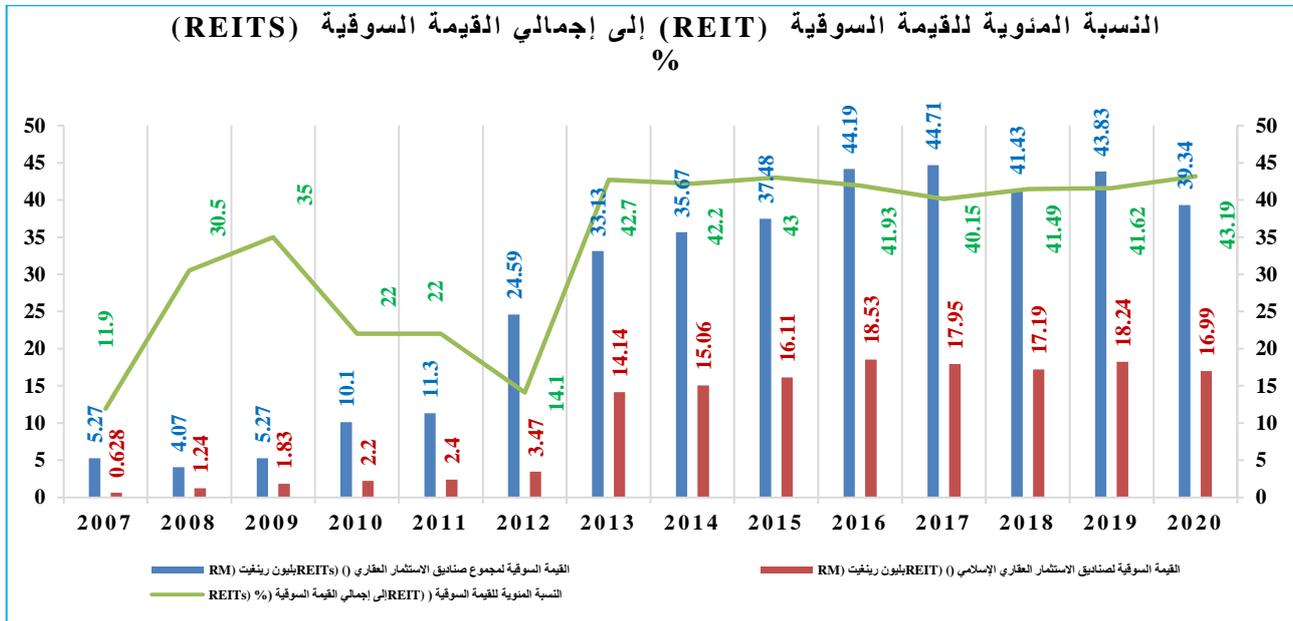
جدول (4): يبين عدد صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية (REIT)، من مجموع صناديق الاستثمار العقاري (REITs)، وكذلك النسبة

المنوية للقيمة السوقية (REIT)، إلى إجمالي القيمة السوقية (REITs)، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2007-2020

السنة	مجموع صناديق الاستثمار العقاري (REITs)	عدد صناديق الاستثمار العقاري الإسلامي (REIT)	القيمة السوقية لمجموع صناديق الاستثمار العقاري (REITs) (بليون رينغيت RM)	القيمة السوقية لصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي (REIT) (بليون رينغيت RM)	النسبة المنوية للقيمة السوقية (REIT) إلى إجمالي القيمة السوقية (REITs) %
2007	13	4	5.27	0.628	11.9
2008	13	2	4.07	1.24	30.5
2009	12	3	5.27	1.83	35
2010	14	3	10.1	2.2	22
2011	14	3	11.3	2.4	22
2012	16	3	24.59	3.47	14.1
2013	17	4	33.13	14.14	42.7
2014	16	3	35.67	15.06	42.2
2015	17	4	37.48	16.11	43.0
2016	17	4	44.19	18.53	41.93

2017	18	4	44.71	17.95	40.15
2018	18	4	41.43	17.19	41.49
2019	18	4	43.83	18.24	41.62
2020	18	4	39.34	16.99	43.19

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [14][16].



الشكل (4): يوضح التمثيل البياني للنسبة المئوية للقيمة السوقية لصناديق الاستثمار العقارية الإسلامية (REIT)، إلى إجمالي القيمة السوقية لمجموع صناديق الاستثمار العقاري (REITs)، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2007-2020

رابعاً: الصكوك الإسلامية

يتم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وفقاً لمبادئ الشريعة على النحو الذي تسمح به اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا، ويمكن إصدار الصكوك الإسلامية من قبل شركات خاصة تحت إشراف اللجنة أو من قبل الحكومة وتخضع لسلطة البنك المركزي الماليزي، الإشراف، يتم إصدار هذه الصكوك على أساس عقود قانونية شرعية وفق وضوابط تنظم إصدارها، وتختلف لوائح الصكوك حسب العقد أو صيغة الاستثمار التي يتم بموجبها إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية، مثل الإجارة، والإجارة المنتهية بالتملك، وصكوك المرابحة، وقرض الحسنه، والقروض العقارية، إذ يمكن تصنيف صكوك الاستثمار الإسلامية حسب مصدرها على النحو التالي:

1- الصكوك الإسلامية الحكومية: والصادرة عن الحكومة الماليزية وفقاً للشريعة الإسلامية "هي شهادات استثمار حكومية صادرة في أوائل يوليو عام 1983 إذ تعد أول شهادة عدم تقاضي فائدة عليها صادرة عن الحكومة الماليزية".

وكما تُعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية (Government Investment Issues-GII)، "تم تطوير وتوسعة هذه الشهادات

يلاحظ من الجدول (4) أعلاه، وتمثيله البياني الشكل (4)، أن رسملة السوق لصناديق الاستثمار العقارية الإسلامية الماليزية (REIT) قد ارتفعت بشكل ملحوظ عام 2020، حيث كانت تمثل عام 2007م (0.628) مليون رينغيت بنسبة مئوية (11.9%)، وصولاً إلى (16.99) بليون رينغيت بنسبة مئوية (43.19%) في عام 2020م، وقد تخلل بين هذه المدة انخفاضاً ملحوظاً، لكن سرعان ما عاود الارتفاع بقوة من عام 2013م، وخلال نفس مدة الدراسة قد قدمت نسبة تغير مركب مرتفعاً لعوائد القيمة السوقية (REIT) بنسبة (28.88%)، والسبب راجع إلى تزايد ونمو عدد الصناديق المدعومة من قبل الحكومة الماليزية، وبدورها قدمت حوافز وضرائب ونظام تنظيمي وتصديق خاص للمستثمرين الأجانب، حيث تم تخفيض ضريبة الخصم من (20%) إلى (10%)، كما يعفى صندوق الاستثمار الأوروبي إعفاء كاملاً من دفع ضريبة الدخل الخاضع للضريبة، إذا كان يوزع ما لا يقل عن 90% من الدخل للمستثمرين حيث هذا التشجيع على بدأ المستثمرون في السعي بنشاط للحصول على أدوات مالية متوافقة مع الشريعة كقرصة الاستثمار في سوق العقارات في ماليزيا [14].

إضافية، وهذه الآلية أسهمت في تطوير إطلاق صكوك الحكومة الماليزية [9].

2- الصكوك الإسلامية للشركات: هي إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الشركات الخاصة، تم طرح فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990 م، وتعدّ هذه الصكوك من أبرز أشكال التداول في السوق. يتم إصدار هذه الصكوك حالياً على أساس البيع بالسعر الأجل، والمرابحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة والمشاركة، وكما موضح في الجدول (5) والشكل (2). [5].

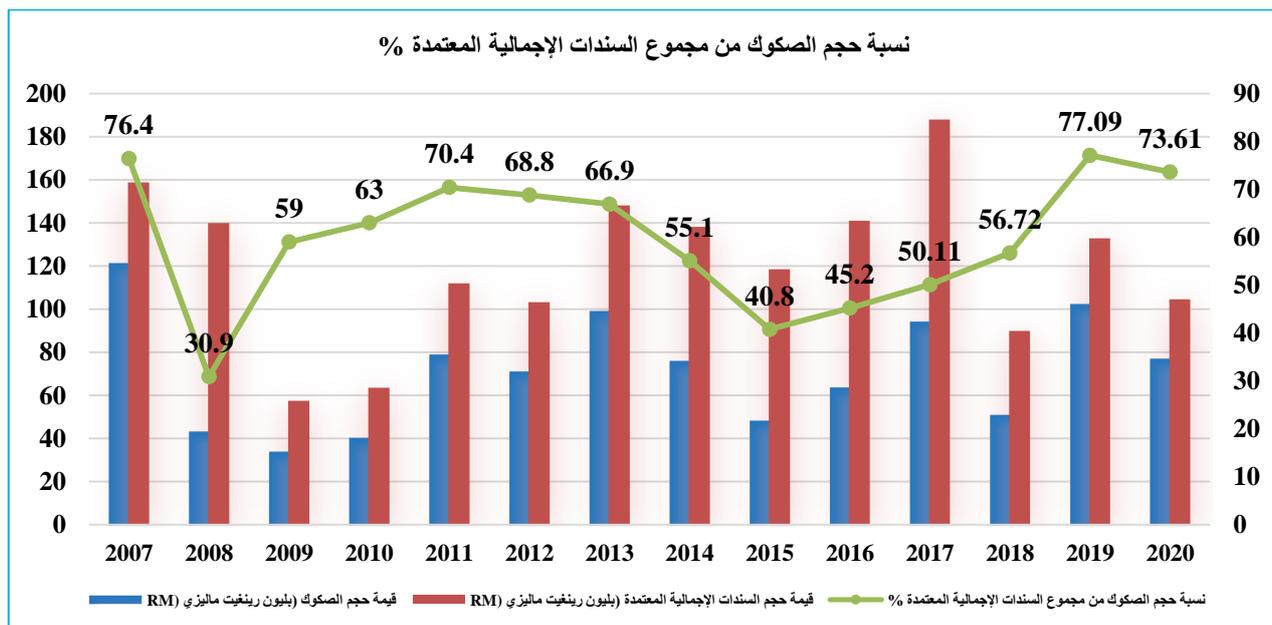
الاستثمارية وفق مبدأ القرض الحسن بصفته خطوة في اتجاه حركة الأعمال المصرفية الإسلامية من قبل الحكومة الماليزية، والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاق مشاريعها التنموية، وقيمة الإيراد على هذه الشهادات لا يحدد مسبقاً، ما يمنح البنك الإسلامي الماليزي والمؤسسات المالية الأخرى كافة في النظام المالي للبلد القدرة على استثمار الأموال في مجالات التوظيف المنسجمة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتتراوح من سنة إلى خمس سنوات كمدد استحقاق. وحالياً يطرح البنك المركزي التابع للحكومة الماليزية إصدارات من عقود البيع بالثمن الأجل المستندة إلى الربح كأداة

جدول (5): يبين الصكوك المعتمدة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، من إجمالي حجم السندات المعتمدة، في بورصة ماليزيا خلال المدة

2020-2007

السنة	عدد الصكوك المصدرة	قيمة حجم الصكوك (بليون رينغيت ماليزي RM)	قيمة حجم السندات الإجمالية المعتمدة (بليون رينغيت ماليزي RM)	نسبة حجم الصكوك من مجموع السندات الإجمالية المعتمدة %
2007	59	121.30	158.80	76.4
2008	47	43.23	139.99	30.9
2009	11	33.96	57.5	59
2010	21	40.33	63.58	63
2011	44	78.9	112	70.4
2012	41	71.1	103.3	68.8
2013	49	99.13	148.07	66.9
2014	47	76.07	138.15	55.1
2015	25	48.33	118.46	40.8
2016	32	63.73	140.99	45.2
2017	47	94.15	187.91	50.11
2018	32	50.97	89.87	56.72
2019	77	102.39	132.82	77.09
2020	64	76.98	104.58	73.61

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [14] [16] ،



الشكل (5): يوضح التمثيل البياني لتطور نسبة الصكوك المعتمدة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، من إجمالي حجم السندات المعتمدة، في

بورصة ماليزيا خلال المدة 2020-2007

من قبل، والمقدمة إلى (SC). وارتفع معها عدد الإصدارات غير المصنفة بنسبة (19.44٪) مقارنة بالعام السابق 2018 إذ تم إلغاء متطلبات التصنيف الإلزامي لسندات الشركات والصكوك بدءاً من يناير 2017. إذ كان هناك (7) سندات وصكوك شركات مقومة بالعملات الأجنبية تم إيداعها لدى (SC) في عام 2019، تتألف من (4) صكوك من قبل مصدرين أجانب و (3) سندات شركات من قبل مصدرين ماليزيين.

وتلقت هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) عام 2020 (64) إيداعاً بموجب إطار (LOLA) وطلباً واحداً لإصدار سندات وصكوك الشركات، مقارنة بعام 2019 بـ (77)، كان هناك انخفاض عام في ملف استحقاق سندات الشركات المقومة بالرينغيت والصكوك المودعة لدى (SC) في عام 2020. وانخفض عدد سندات الشركات والصكوك المقومة بالرينغيت ذات فترات الاستحقاق من 1 إلى 7 سنوات ومن 8 إلى 15 عاماً بمقدار (9.09٪ و 52.63٪) على التوالي، بينما بقيت سندات الشركات المقومة بالرينغيت والصكوك التي تزيد مدتها عن 15 عاماً كما هي، في عام 2020 خصصت وكالات التصنيف الائتماني ما مجموعه (40) تصنيفاً لسندات الشركات المقومة بالرينغيت وإصدارات الصكوك المقدمة إلى (SC). وانخفض عدد الإصدارات غير المصنفة بنسبة (41.86٪) مقارنة بعام 2019 تم إيداع (4) سندات وصكوك مقومة بالعملات الأجنبية لدى اللجنة العليا في عام 2020، تضم سندات رقم (2) للشركات وصكوك رقم (2). [18].

ويعود هذا الأداء الجيد إلى الاستراتيجيات التي قامت بها الحكومة الماليزية والإجراءات التصحيحية لإعادة انتعاش سوق سندات الشركات وفيها تم التركيز على دعم المؤسسات المحلية، والثانية ركزت فيها على الاستثمارات الأجنبية التي جعلت بورصة ماليزيا أكثر انفتاحاً وهذا ما لاحظناه في عام 2007م وصعوداً، هذا ما جعل إقبال المستثمرين محلياً ودولياً على سوق الصكوك الماليزية إلى النجاحات السابقة التي حققتها ماليزيا في مجال التمويل والصيرفة الإسلامية، مما جعلها رائدة في هذا المجال حيث لا تزال تستحوذ على أكثر من ثلثي تداولات هذا السوق على مستوى العالم [19].

ولعل أبرز ما يميز ماليزيا عن غيرها هو سلاسة وسهولة إجراءات الإدراج مقارنة بالدول الأخرى، فالصكوك المدرجة لا تقتصر على الشركات المحلية فحسب، بل حتى الأجنبية القادمة من خارج الحدود، من هنا سنبين أنواع الصكوك المدرجة في البورصة الماليزية من عام 2007 ولغاية 2020، وكما موضح في الجدول (6) والشكل (6). [3].

تجدر الإشارة إلى أن ماليزيا تصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، وهذا أمر بديهي نتيجة زيادة اهتمام الحكومة الماليزية بتطوير سوقها المالي لتلبية الاحتياجات المالية لعملية التنمية، حيث نلاحظ من الجدول (5) وتمثيله البياني (5) قد حققت صناعة الصكوك الإسلامية نمواً مطرداً متخطية والوقوف على عتاق (50%) في جميع السنوات حيث شكلت في عام 2007م (76.4%) من حجم السندات الإجمالية المعتمدة، ما عدا عام 2008م حيث كانت الصكوك أقل من السندات التقليدية بحيث شكلت نسبة (30.9%)، بسبب الازمة المالية ونضوب السيولة في الأسواق المالية الدولية والتأثير على النشاط الاقتصادي على المستوى العالمي، كما تزامن مع إصدار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بياناً في فبراير/شباط 2008م حيث شككت من خلاله في التزام بعض الصكوك المتداولة في السوق بأحكام الشريعة الإسلامية والتي كانت تستند إلى الهياكل الأساسية للمشاركة والمضاربة. [4]

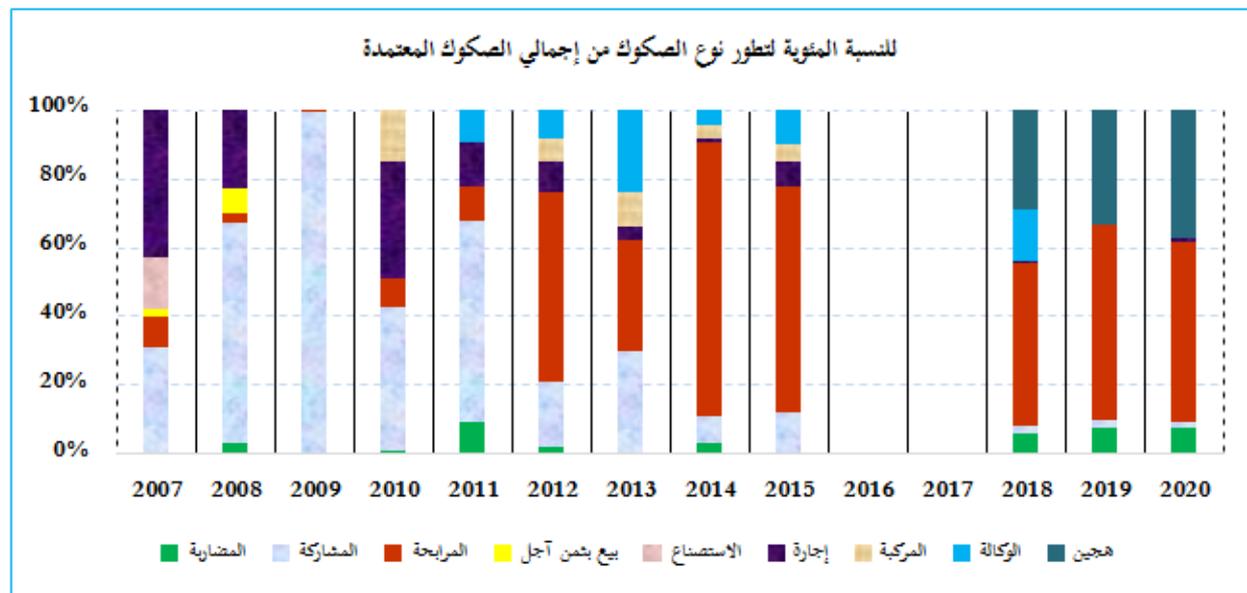
ثم عادت الصكوك الإسلامية تحقق أداء جيد مسيطرة على سوق السندات في بورصة ماليزيا خاصة في الأسواق الأولى من عام 2009م حيث بلغت قيمة حجم الصكوك المصدرة (33.96) بليون رينغيت من إجمالي حجم السندات الإجمالية المعتمدة (57.5) بليون رينغيت بنسبة (59%)، بعد هذه المدة اخذ بالتواتر بالصعود والنزول إلى غاية عام 2019. وبعده عام 2020 [16].

إذ في عام 2019 تلقت هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) (77) إيداعاً بموجب إطار (LOLA) وطلباً واحداً لإصدار سندات وصكوك الشركات، مقارنة بـ (32) إيداعاً وطلبين تم تلقيها في العام السابق 2018. استمرت سندات الشركات وإصدارات الصكوك المقومة بالرينغيت في تشكيل غالبية المقترحات التي وافقت عليها وقدمتها إلى هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) بقيمة اسمية إجمالية قدرها (164.27) مليار رينغيت، منها (57٪) أو (93.64) مليار رينغيت كانت صكوكاً، إذ هناك زيادة عامة في ملف الاستحقاق لسندات الشركات المقومة بالرينغيت والصكوك التي وافقت عليها والتي قدمتها إلى (SC) في عام 2019. وارتفع عدد سندات الشركات المقومة بالرينغيت والصكوك التي تتراوح مدة حيازتها بين 8 سنوات و 15 سنة فما فوق 15 سنة بنسبة (26.67٪ و 57.69٪) على التوالي. وكان هناك انخفاض بنسبة (38.89٪) في سندات الشركات والصكوك مع فترات حيازة تتراوح بين 1 و 7 سنوات في عام 2019، وفي العام نفسه قامت وكالات التصنيف الائتماني بتعيين ما مجموعه (39) تصنيفاً لسندات الشركات المقومة بالرينغيت وإصدارات الصكوك المعتمدة

جدول (6): يبين نتائج النسبة المئوية لتطور نوع الصكوك، من إجمالي الصكوك المعتمدة من حيث القيمة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المختلفة، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2007-2020

نوع الصك	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
المضاربة	-	2.9	-	0.6	9	2	-	3	-	-	-	5.66	7.61	7.61
المشاركة	31	64.2	99.6	42.1	59	19	30	8	12	-	-	2.32	1.95	1.95
المرابحة	9	3.2	0.4	8.2	10	55	32	79	66	-	-	47.65	56.99	52.72
بيع بثمن أجل ¹	2	7.3	-	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
الاستصناع	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
إجارة	43	22.5	-	34	13	9	4	1	7	-	-	0.53	0.07	0.62
المركبة ²	-	-	-	14.9	-	7	10	4	5	-	-	-	0.32	-
الوكالة	-	-	-	-	9	8	24	4	10	-	-	15.14	-	0.25
هجين	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28.70	33.05	37.34
النسبة المئوية %100	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [15].



الشكل (6): يوضح التمثيل البياني للنسبة المئوية لتطور نوع الصكوك، من إجمالي الصكوك المعتمدة من حيث القيمة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المختلفة، في بورصة ماليزيا خلال المدة 2007-2020

المؤسسات الصادر في يوليو 2004م، ثم واصل هذا الإصدار في النمو وخاصةً في عام 2011م بنسبة (9%) وسببه قيام اللجنة الاستشارية الشرعية (SAC) بالاعتماد على هذه الفئة من الصكوك القائمة على مشاركة الربح والخسارة، وصولاً عامي 2019 و 2020 على التوالي الى نسبة (7.61%).

2- يُعتبر عام 2005م الإصدار الأول لصكوك المشاركة من قبل (One Capital Bhd) بقيمة (2.5) مليون رينجيت وبنسبة (12.6%)، وما يمكن ملاحظته هو الاقبال الشديد على إصدار صكوك المشاركة على حساب بقية الصكوك ابتداء من

يتضح من الجدول (6) أعلاه وتمثيلاً البياني الشكل (6) عدة نقاط:

1- تم إصدار أول سندات إسلامية محلية مبنية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية لتقاسم الأرباح (عقد المضاربة) عام 2005م بقيمة (80.0) مليون رينجيت وبنسبة (0.2%) من قبل (PG Municipal Assets Bhd)، وهو ما يمثل أول معاملة منظمة في ماليزيا مدعومة من الضرائب العقارية التي تجمعها السلطة المحلية "سلطة باسير جودانج المحلية (Pihak Berkuasa Tempatan Pasir Gudang) على النحو المنصوص عليه في المبادئ التوجيهية لتنظيم

الهيئة، لذا اتجهت معظم الشركات المصدرة في ماليزيا نحو إصدار صكوك يبيع بئمن أجل والمراوحة، وتلاها إصدار صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي (SBNMI) في فبراير/شباط عام 2006م بقيمة (400) مليون رينغيت، وتستخدم هذه الصكوك بسمه أساسية لإدارة معضلة السيولة [12].

وشهد أعلى ارتفاع لها عام 2007م بنسبة (43%)، نتيجة طرح الدولة صكوك الإجارة بالعملة الأجنبية (الدولار الأمريكي)، ولاقت قبول عالمياً من قبل المستثمرين المسلمين، ثم بدأه بالتراجع في عامي 2008م و2009م ليعاود الإصدار في النمو عام 2010م بنسبة (34%) حيث تزامن هذا العام مع مشاريع شبكة التنمية المستدامة في ماليزيا، واستمر إصدار صكوك الإجارة لغاية 2020 لكن بنسب ضئيلة.

6- تم طرح الصكوك المركبة الأول مرة عام 2010م بنسبة (14.9%) وهي الأعلى بالنسبة لباقي الأعوام، وهي تمثل المشتقات المالية أو أي مزيج منها وأي منتج آخر في سوق رأس المال منظم وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، مثل الأسهم، أو وحدات الاستثمار، والصكوك وصناديق التقاعد (PRS)، والأوراق التجارية حسب وصف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (ICM). [21].

7- خلال مدة الدراسة تم تطبيق عقد الوكالة عام 2011م بنسبة (9%)، كما شهده أعلى ارتفاع عام 2013م بنسبة (24%)، وتمثل أصدرها بشكل متذبذب لغاية 2020 بنسبة (0.25%)، وتمثل صكوك الوكالة "هو عقد الذي يعطي السلطة لشخص لتعيين شخص آخر للتصرف نيابة عنه طالما أنه على قيد الحياة استناداً إلى شروط متفق عليها" [22].

8- أصدر البنك الإسلامي للتنمية (IDB) أول صكوك هجينة بمجموعة أصول تتألف من 65.8% عقود إجارة (إيجار)، و30.73% مراوحة (بيع مشروط) ذمم مدينة، و(3.4%) أصول استنصاع (2009)، وقد تطلب هذا الإصدار ضمان البنك الإسلامي للتنمية من أجل ضمان تصنيف وتسويق دولي، وتم إصدار الصكوك بقيمة (400) مليون دولار أمريكي من قبل شركة (STSL) (Solidarity Trust Services Limited)، وهي شركة ذات أغراض خاصة تأسست في جيرسي. لعبت المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص (ICD) دوراً وسيطاً من خلال شراء الأصول من البنك الإسلامي للتنمية وبيعها إلى (STSL) بصافي قيمة الأصول الموحدة، تم قياس العائد على (3.625%) سنوياً على

عام 2007م والتي نمت نسبة إصدار هذه الصكوك بشكل كبير عام 2008م، إلى أن بلغت ذروتها عام 2009م بنسبة إصدار بلغت (99.6%) بحيث سيطرة في هذا العام على إصدارات جميع الصكوك وذلك لدور إرشادات هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين، وبعدها انخفضت بسبب اتجاه المستثمرين نحو صكوك المراوحة والإجارة وصولاً عامي 2019 و 2020 على التوالي الى نسبة (1.95%). [20].

3- وافقت كل من (SAC) والتابعة لهيئة الأوراق المالية واللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي على جواز تداول صكوك المراوحة والبيع بئمن أجل في 29 يناير/ كانون الثاني 1997م، حيث شكل عام 2002م إصدار نوعين فقط من الصكوك وبلغ أعلى نسبة لإصدارها بنسبة (100%) لكل من المراوحة (23%) و(77%) بيع بئمن أجل على التوالي، السبب راجع إلى سهولة إصدارها وكما قدرتها في خلق السيولة للمستثمرين بشكل أسرع في السوق الثانوية وتحقيق أعلى العوائد، وشكل عام 2007م ولغاية 2011م انخفاضاً، وراجع إلى إصدار أنواع أخرى من الصكوك منها المضاربة والمشاركة، كما حققت أعلى العوائد من عام 2012م ولغاية 2020م، وهذا راجع إلى اعتمادها على مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية وانتعاش السوق المالي الإسلامي [13].

4- أول إصدار لصكوك الاستنصاع في ماليزيا عام 2003م بمقدر (5.6) بليون رينغيت وبنسبة (46.5%)، وتطلقها شركة (SKS Power Sdn Bhd) ومدة استحقاقها من خمس إلى تسع أعوام، وكان إصدارها خلال مدة الدراسة فقط عام 2007 بمقدار (15%)، بسبب أخذ صكوك المشاركة أغلبية الإصدار في هذا العام والأعوام التالية [3]، [9].

5- يُعتبر 3 يونيو/ حزيران عام 2002م أول إصدار لصكوك الإجارة "الصكوك الدولية الماليزية" (Malaysian Global Sukuk) والرائجة في بورصة لابوان المالية العالمية (LFX)، وتم طرح بالعملة الأجنبية بقيمة (600) مليون دولار أمريكي، بموعد استحقاق لغاية عام 2007م، وفي عام 2004م تم إطلاق صكوك الإجارة على المستوى المحلي من قبل شركة إنكرس المحدودة (Ingress Corporation Bhd) بمقدار (150) مليون رينغيت وبنسبة (2.05%)، وجاء إصدارها على نفس طريقة إصدار صكوك الإجارة الدولية الماليزية، ولم تطرح صكوك الإجارة في عام 2001م ولغاية 2003م، بسبب عدم إصدارها خلال هذه المدة من قبل

أساس ثابت ليتم توزيعه مرتين سنوياً، على أن يتم أب/أغسطس 2008، نظراً لحقيقة أن إصدار الصكوك وتداولها من الوسائل الهامة للاستثمار وجمع الأموال، ومع مراعاة المتطلبات المختلفة للمستثمرين، فقد ظهرت صكوك أكثر تنوعاً - صكوك مختلطة أو مختلطة الأصول - في السوق. في الصكوك الهجينة، يمكن أن تشمل مجموعة الأصول الأساسية ذمم الاستصناع أو المرابحة أو الإجارة، "والصكوك الهجينة عبارة عن محفظة أصول تتكون من فئات متنوعة". ومع ذلك، ونظراً لأنه لا يمكن تداول عقود المرابحة والاستصناع في السوق الثانوية، يجب أن يتكون مجمع أصول الصكوك الهجينة من (51٪) على الأقل من الأصول القابلة للتداول في السوق مثل الأصول الملموسة، ونظراً لعنصر المرابحة والاستصناع في مجموعة الأصول، لا يمكن أن يكون العائد على هذه المعاملات سوى معدل عائد ثابت متفق عليه مسبقاً، وكان أعلى نسبة إصدار خلال مدة الدراسة عام 2020 بنسبة (37.34٪). [23].

0.8٪)، وراجع أساساً إلى ارتفاع متوسط قيمة التداول اليومية (ADV) للتداولات في السوق (OMT) وتداولات الأعمال المباشرة (DBT)، الذي ارتفع بنسبة (100.4٪) إلى (5.17) مليار رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقارنة بـ (2.58) مليار رينغيت في الربع الأول و (4.98) مليار رينغيت في الربع الرابع من عام 2020. كما ساهم معدل رسوم المقاصة الفعال الأعلى المكتسب في الربع الأول من عام 2021 في زيادة إيرادات التداول ولكن تم تعويضه جزئياً، بسبب انخفاض عدد أيام التداول. كانت سرعة التداول في الربع الأول من عام 2020 أعلى بنسبة (31٪) نقطة مئوية لتصل إلى (70٪) مقارنة بـ (39٪) في الربع الأول بـ (69٪) في الربع الرابع من عام 2020.

ارتفعت إيرادات خدمات الإدراج والمُصدرين بنسبة (27.9٪) لتصل إلى (15.7) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020 من (12.3) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020، وبالإضافة إلى ارتفاع معدلات الإطلاع والمعالجة ورسوم الإدراج الإضافية المكتسبة من الزيادة في عدد عمليات الشركات في الربع الأول من عام 2021. لكن حدث العكس مع الربع الرابع من عام 2020 حيث انخفض إيرادات خدمات الإدراج والمُصدر بنسبة (6.6٪) لتصل إلى (15.7) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقارنة بـ (16.9) مليون رينغيت في الربع الرابع من عام 2020، بسبب انخفاض رسوم الإدراج السنوية الناتجة عن الاعتراف بخصم (50٪) على رسوم الإدراج السنوية في الربع الأول من عام 2021.

كما حصل ارتفاع في إيرادات خدمات الإيداع بنسبة (48.3٪) لتصل إلى (15.5) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقابل (10.5) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020، ويعود إلى ارتفاع رسوم التحويل ورسوم الإصدار الإضافية ورسوم سجل المودعين المكتسبة في الربع الأول من عام 2021. وأخذ الارتفاع في إيرادات بيانات السوق بنسبة (47.4٪) لتصل إلى (11.2) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021، مقارنة بـ (7.6) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020، كما ارتفعت إيرادات بيانات السوق بنسبة (16.3٪) لتصل إلى (11.2) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقابل (9.6) مليون رينغيت في الربع الرابع من عام 2020، بفضل زيادة عدد المشتركين في الربع الأول من عام 2021، وكما موضح في الجدول (7). [24].

المحور الخامس: معالم بورصة ماليزيا لعام 2021م

أولاً: سوق الأوراق المالية الماليزي 2021

ومن جدول (7) يمكن بيان معالم تطور سوق الأوراق الماليزي وحركته في الربع الأول من عام 2021 بصفته نموذجاً لهذا العام، حيث سجل سوق الأوراق المالية ربحاً قطاعياً قدره (174.6) مليون رينغيت، بزيادة قدرها (92.5٪) مقارنة بعام 2020، حيث سجل في الربع الأول (90.7) مليون رينغيت، ويرجع ذلك أساساً إلى الزيادة الكبيرة في إيرادات التداول، وفي الربع الرابع شكل زيادة قدرها (7.7٪) عن (162.0) مليون رينغيت، ويرجع ذلك أساساً إلى انخفاض مصاريف التشغيل، كما بلغت الإيرادات التشغيلية لسوق الأوراق المالية للربع الأول من عام 2021 ما قيمته (197.1) مليون رينغيت، بزيادة قدرها (76.4٪) مقارنة بـ (111.7) مليون رينغيت في الربع الأول، والربع الرابع بزيادة قدرها (1.4٪) مقارنة بـ (194.4) مليون رينغيت من عام 2020. ارتفعت إيرادات التداول بنسبة (93.3٪) لتصل إلى (150.9) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقابل (78.0) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020، و (149.7) مليون رينغيت في الربع الرابع من نفس العام أي بنسبة إيرادات تداول

جدول (7): يبين الأدوات التشغيلية الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي 2021

التغير %	Q4,2020	التغير %	Q1,2020	Q1,2021	أدوات التشغيل الرئيسية للسوق
3.8	4.98	100.4	2.58	5.17	مجموع متوسط قيمة التداول اليومية (التداولات في السوق (OMT) وتداولات الأعمال المباشرة (DBT)) بليون RM إجمالي متوسط حجم التداول اليومي (OMT and DBT) بليون سهم
-5.8	9.13	147.5	3.50	8.60	المؤشر العام للأسهم، نقطة، KLCI
-3.3	1,627.21	16.5	1,350.89	1,573.5	سرعة تداول السوق %
1.0	69	31.0	39	70	عدد الاكتتاب العام الاولي IPOS
0	6	-14.3	7	6	مجموع أموال الاكتتاب العام الاولي IPOS (بليون RM)
-89.7	1,687.18	-11.2	195.97	174.06	القيمة السوقية (بليون RM)
-0.4	1,816.84	-31.2	1,379.20	1,809.53	عدد أيام التداول (يوم)
-4	64	-3	63	60	

الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [24].

ثانياً: سوق المشتقات الماليزي 2021

ومن جدول (8) يمكن بيان معالم تطور وحركة سوق المشتقات الماليزي في الربع الأول من عام 2021، إذ سجل سوق المشتقات أرباحاً قطاعية بلغت (11.6) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021، بانخفاض قدره (28.3%) مقابل (16.2) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020 وذلك الانخفاض راجع هيوط الإيرادات التشغيلية. لكن حدث العكس مع الربع الرابع من عام 2020 حيث سجل سوق المشتقات أرباحاً قطاعية بلغت (11.6) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021، بزيادة قدرها (100.0%) مقابل (5.8) مليون رينغيت، ويعود السبب إلى انخفاض مصاريف (نفقات) التشغيل.

كما بلغت الإيرادات التشغيلية لسوق المشتقات للربع الأول من عام 2021 ما قيمته (25.5) مليون رينغيت، بانخفاض قدره (11.8%) مقارنة بـ (28.9) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020. لكن حدث العكس مع الربع الرابع من عام 2020 حيث حصلت زيادة قدرها (2.5%) عن (24.9) مليون رينغيت، ويرجع إلى ارتفاع إيرادات التداول.

انخفضت إيرادات التداول بنسبة (15.7%) لتصل إلى (22.6) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقابل (26.8) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020، ويرجع إلى انخفاض عدد العقود الآجلة لزيت النخيل الخام (FCPO) وعقود (FTSE Bursa Malaysia KLCI) (المؤشر المركب لبورصة ماليزيا)، والعقود الآجلة (FKLI) المتداولة، فضلاً عن انخفاض عدد أيام التداول في الربع الأول من عام 2021.

ارتفعت المصروفات القطاعية بنسبة (6.9%) لتصل إلى (14.2) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقارنة بـ (13.3) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020، ويرجع ذلك أساساً إلى ارتفاع تكاليف الموظفين. أما في الربع الرابع فانخفضت

المصروفات القطاعية بمقدار (19.3) مليون رينغيت بنسبة (26.4%) عن الربع الأول من عام 2021، بسبب انخفاض تكاليف الموظفين ومصاريف التسويق والتطوير.

سجلت شركة البورصة القابضة خسارة قطاع أعلى، أذ بلغت (6.0) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقارنة بـ (3.4) بمليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020، بسبب ارتفاع تكاليف الموظفين ومخصصات نفقات المسؤوليات الاجتماعية للشركة الناشئة عن التزام بنسبة 1% من الأرباح بعد الضرائب في الربع الأول من عام 2021. في حين سجلت شركة البورصة القابضة خسارة قطاع أعلى بلغت (6.0) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقارنة بـ (3.7) مليون رينغيت في الربع الرابع من عام 2020، بسبب انخفاض الإيرادات والأرباح المتحققة منه في الربع الأول من عام 2021.

وعند التدقيق في سوق المشتقات نرى ارتفاع سعر العقود الآجلة لزيت النخيل الخام (FCPO) والسعر القياسي العالمي للبورصة فوق (4000) رينغيت في الربع الأول من عام 2021 للمرة الأولى منذ عام 2009، بسبب العوامل الخارجية مثل الظروف الجوية الجافة في أمريكا الجنوبية التي تؤثر على إنتاج زيت فول الصويا، وضعف إنتاج زيت النخيل الخام (CPO) وانخفاض مستمر في المخزون في ماليزيا في تؤثر على التقلب في أسعار (CPO) الأساسية. أما بالنسبة لعقود الآجلة (FKLI) ساهم النقصان إلى التقلبات في المؤشر (FBMKLCI) جزئياً في انخفاض أنشطة التداول في الربع الأول من عام 2021. سيستمر تقلب كل من أسعار (FBMKLCI & CPO) في التأثير على مستوى نشاط التداول في كل من (FKLI & FCPO). وستواصل البورصة تكثيف مبادراتها المستمرة لجذب المزيد من المشاركين الجدد لتعزيز النظم الإيكولوجية.

الصرف الخارجية، بارتفاع أرباح هذا القطاع بنسبة (22.9٪) لتصل إلى (1.7) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقارنة بـ (1.4) بمليون رينغيت في الربع الأول من عام 2020. كما ارتفع ربح القطاع بنسبة (185.3%) إلى (1.7) مليون رينغيت في الربع الأول من عام 2021 مقارنة بـ (0.6) مليون رينغيت في الربع الرابع من عام 2020، بسبب انخفاض مصاريف التشغيل في الربع الأول من عام 2021، وكما موضح في الجدول (8). [24].

أما بالنسبة سوق بورصة ال-سيلا (Bursa Suq Al-Sila)، إذ ستواصل التركيز على تطوير وتنمية سوق رأس المال الإسلامي من خلال الترويج للأسهم المتوافقة مع الشريعة، وكذلك تقديم منتجات وخدمات إسلامية جديدة مثل مؤسسة الأوقاف. ومن المتوقع أيضاً أن يستمر النشاط التجاري في البورصة (BSAS) في اتجاه صاعد في عام 2021. وستواصل بورصة (BSAS) جذب مشاركين جدد للتداول على منصتها لتنمية أعمالها. ويتكون هذا الجزء من السندات (BSAS) و الخاص بأعمال

جدول (8): يبين الادوات التشغيلية الرئيسية لسوق المشتقات الماليزي 2021

التغير %	Q4,2020	التغير %	Q1,2020	Q1,2021	أدوات التشغيل الرئيسية للسوق
8.6	3,715,084	-7.4	4,359,222	4,034,679	العقود الأجلة للنفط الخام للنفط (FCPO)
-5.6	810,207	-19.4	949,543	765,210	مؤشر كوالالمبور للعقود الأجلة FKL
-88.2	188	-97.2	55,943	1,590	مؤشر (FTSE) بورصة ماليزيا كوالالمبور المركب FBMKLCI
17.1	17,418	-29.6	26,719	18,807	عقود أخرى Other contracts
6.1	4,542,709	-10.6	5,391,427	4,820,286	قيمة مجموع العقود المتداولة (مليون)
13.2	-6.1	-6.1	85,578	80,338	متوسط عدد العقود المتداولة يوميا
0.2	236,227	-22.5	236,738	236,738	الفائدة المفتوحة open interest
-4	64	-3	63	60	عدد أيام التداول (يوم)

الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: [24].

المحور السادس: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

الحوافز والإعفاءات الضريبية المرتبطة بالاستثمار في البورصة الإسلامية الماليزية.

4. تنوع المؤسسات المالية الإسلامية داخل النظام المالي الماليزي بين المحلية والدولية، بفضل عمل الحكومة على تيسير بيئة الأعمال من خلال توفير قنوات التوزيع الفعالة، ولانتشار الواسع للمؤسسات الإسلامية المحلية والأجنبية، فضلاً عن المنتجات والخدمات الإسلامية، وهذا يشمل منصة للتجارة الإلكترونية في الأوراق المالية التي تساهم في كفاءة نظام التداول، فإن وجود سوق ثانوي نشط يولد المزيد من النشاط التجاري ونمو في عمق وسيولة المنتجات المالية، وبخاصة السندات الإسلامية.

5. بناء جيل جديد من المبدعين والمنظمين والوسطاء... الخ، بل هو التحدي الاساسي للحكومة الماليزية بتنمية رأس المال البشري، بصفته عنصراً حيوياً لضمان التوسع في إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية، مع ضرورة تمتعه بالمعرفة المالية والدراية الكافية حول ضوابط ومبادئ التمويل الإسلامي، مع الخبرة في أسواق رأس المال بشكل عام. إن هذه باختصار لأهم الأسباب والعوامل، فضلاً عن عوامل

1. وجود البنية التحتية القانونية الشرعية والتنظيمية والإطار الرقابي الذي يضبط صناعة صيغ التمويل الإسلامي، ويعد الأكثر تقدماً وشمولية في منحه، بتطوير التشريعات والقوانين الخاصة بتلك الصناعة، حيث عملت ماليزيا على وضع اللبنة الأساسية في مختلف أجزاء القطاع المالي الإسلامي لتطويره وإنجاحه، باعتباره عنصراً هاماً للبقاء والمنافسة داخل النظام المالي العالمي.

2. وجود هيئة شرعية ممثلة في المجلس الاستشاري الشرعي، وذلك من باب تنظيم الفتوى المالية حيث تتولى تصنيف الشركات والنظر في الأدوات المالية المتداولة الشرعية.

3. يوجد سوق نقدي بين البنوك الإسلامية يتميز بسيولة عالية، وبالغالب يعتمد معظم تعاملاتها على المرابحة، وأهم منتجاتها سندات الخزينة، والمرابحة السلعية، والاستثمارات بالمضاربة، و صكوك البنك المركزي، ومن خلالها يسمح باستمرار نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية، فضلاً عن

المصادر

[1] علي، بو عبدالله . 2015. تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا. مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، العدد 14. 31 / 12، 2015، صفحة 14.

[2] Laldin, Mohamad Akram & Djafri, Fares . 2019. Islamic Finance in The Digital World: Opportunities and Challenges (Kewangan Islam dalam Dunia Digital: Peluang dan Cabaran). Journal of Islam in Asia, Vol. 16, No. 3. December, 2019, PP 284-299.

[3] بدرون، هدى و قوريش، نصيرة. 2015. أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية - دراسة قياسية. أبعاد إقتصادية، المجلد 5، العدد 1، 2015/12/31، الصفحات 186-211.

[4] بو مدين، نورة. 2012. الاسواق المالية في الدول الإسلامية "معالم الواقع وآفاق المستقبل" دراسة تجربة السوق المالي الماليزي. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: مالية واقتصاد دولي. مكان غير معروف، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف.

[5] كتاف، شافية. 2014. دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية. أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية. مكان غير معروف، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف (1).

[6] لال الدين، محمد اكرم. 2014. إدارة السيولة في المصارف الإسلامية "دراسة تحليلية نقدية". كوالالمبور-ماليزيا: الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، 2014. مؤتمر كوالالمبور العالمي الحادي عشر في التمويل الإسلامي (10)، تشرين الثاني/نوفمبر (2014) (KLIFF).

[7] Laldin, Mohamad Akram .2008. Islamic financial system: the Malaysian experience and the way forward, HUMANOMICS, Volume 24, Issue 3, 2008. Humanomics, Volume 24, Issue 3 24 .August/ 2008, PP 217-238.

أخرى، التي جعلت من ماليزيا قبلة للباحثين والخبراء والاقتصاديين الراغبين في التعرف على النموذج الإسلامي للمعاملات المالية، وهي تشكل أنموذجا يحتذى به اليوم، لمن أراد الإفادة من هذه التجربة، بل والبناء عليها.

ثانياً: التوصيات المقترحة

1. إنشاء لجنة استشارية شرعية للرقابة المالية، واهم أهدافها بناء مكونات سوق رأس مال اسلامي في البلدان الإسلامية، على غرار الرقابة الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية. مع منح الصلاحيات اللازمة كافة لزيادة فعاليتها والقيام بواجبها على أكمل وجه وبحيادية تامة، وفي هذا السياق فإنه يتعين وضع معايير خاصة لاختيار وانتقاء أعضاء الهيئة، وصياغة قوانين وقواعد وضوابط أساسية لتنظيم مهنة الفتوى والرقابة الشرعية، كما تقوم اللجنة بتكليف عقود البيع والشراء من حيث (الجواز أو عدم الجواز) لإيجاد لها مخرج يطابق الشريعة الإسلامية.
2. توصي الدراسة بأن يقوم الأكاديميون والباحثون في صناعة التمويل الإسلامي بتطوير أدوات مالية إسلامية من خلال هندسة أدوات مالية جديدة خاصة (ابتكار) واستخدامها في السوق، بدلاً من الاكتفاء بتحويل الأدوات المالية التقليدية إلى منظور الشريعة الإسلامية، وذلك لجذب المزيد من المستثمرين للمشاركة فيها ولتنمية وتطوير ذلك السوق الإسلامي للأوراق المالية.
3. تحتاج الحكومات في البلدان الإسلامية إلى اتباع نهج تدريجي لإنشاء نظام مالي إسلامي، على غرار تجربة ماليزيا، لإنشاء بورصة أوراق مالية محلية إسلامية تلتزم بالضوابط الشرعية بصفتها خطوة أولية وتنميتها، ومعالجة معوقات إنشائها من خلال التأصيل الفقهي بتهيئة ملاكات وخبراء في هذا المجال، وتحليل البدائل الشرعية والقانونية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها.
4. ضرورة خلق أو إنشاء مؤشرات متوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في اللوحة الرئيسة لسوق الأوراق المالية وخاص بها، على غرار التجربة الماليزية ويكون نابع من هذه السوق.

الهوامش

- (1) ويرمز له بـ AAB
- (2) يجمع بين إصدارات مبادئ الشريعة المتعددة.

- [14] Islamic Capital Market ICM. 2007-2020. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysi, Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the Securities Commission Malaysia. September 2007 VOL 2 NO 3, November 2008 Vol 3 No 4, December 2009 VOL 4 NO 4, December 2010 VOL 5 NO 4, 3rd Quarter 2011 VOL 6 NO 3, ", July–December 2012 VOL 7 NO 2, July–December 2013 VOL 8 NO 2, July–December 2014 VOL 9 NO 2, July–December 2015 VOL 10. Malaysia : ICM PUBLICATIONS, 2007-2020.
- [15] Islamic Capital Market ICM. 2019-2020. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysi, Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the Securities Commission Malaysia. July - December, January-June-2019, July - December, anuary - June- 2020. Malaysia : ICM PUBLICATIONS, 2019-2020.
- [16] SC annual report. 2007-2020. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia . Malaysia : Securities Commission Malaysia, & PUBLICATIONS AND RESEARCH, 2007-2020, <https://www.sc.com.my/resources/publications-and-research>, <https://www.sc.com.my/>
- [17] Zahria, Mohd 'Adli , et al. 2020. Awareness and Marketing in Islamic Unit Trust Fund Investment among Muslim Investors. Talent Development & Excellence, Vol. 12, No. 1, 3448-3463. 2020.
- [18] SC annual report. 2019-2020. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia. Malaysia : Securities Commission Malaysia, & PUBLICATIONS AND RESEARCH, 2019-2020. <https://www.sc.com.my/>
- [8] Salman, Shaikh & Shan, Saeed .2010. Sukuk Bond: The Global Islamic .Munich Personal Repec Archive (MPRA,Vol. 1, No. 11), Paper No. 26700, p osted 16 1 . November, 2010.
- [9] سمور، نبيل خليل طه. 2007. سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا". قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية.
- [10] لال الدين محمد اكرم. 2019. نشر الوعي بالاقتصاد الإسلامي واجب علماء الشريعة وخبراء الصناعة. الاقتصاد الإسلامي . 5 / أغسطس / 2019. [/https://www.aliqtisadalislami.net](https://www.aliqtisadalislami.net)
- [11] the Shariah Advisory Council of the Securities . 2007-2021. List of Shariah-compliant Securities. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia. [Online] 30 November 2007, 28 November 2008, 30 November 2009, 26 November 2010, 25 November 2011, 30 November 2012, 29 November 2013, 28 November 2014, 27 November 2015, 24 November 2016, 24 November 2017, 30 November 2018, 30 November 2018, 29 November 2019, 27 2007-2021. <https://islamicmarkets.com/index.php/publications/list-of-shariah-compliant-securities-by-the-shariah-advisory-council-securities>.
- [12] خنروسي، يمينة. 2017. متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. مكان غير معروف، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بو علي -الشلف.
- [13] صالح، مفتاح و مونية، سلطان. 2013. الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا). مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خضير بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد: 13 . 8 / 6 جوان / 2013، الصفحات 270-294.

- [19] علي، بو عبد الله. 2014. أهمية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية في ماليزيا. مركز ابحاث فقه المعاملات الإسلامية . 2014 .
./<https://kantakji.com/2557>
- [20] SC annual report. 2005-2020. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia. Malaysia : Securities Commission Malaysia, & PUBLICATIONS AND RESEARCH , 2005-2020. <https://www.sc.com.my/>
- [21] Islamic Capital Market ICM. 2012. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysi, Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the Securities Commission Malaysia, July–December, VOL 7 NO 2. Malaysia : ICM PUBLICATIONS, 2012.
- [22] Islamic Capital Market ICM. 2004. Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysi, Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the Securities Commission Malaysia, 26 July, P A4 . Malaysia : ICM PUBLICATIONS, 2004.
- [23] Al-Saeed, Khalid Sulaiman . 2012. Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectations. Ph.D Dissertation submitted. s.l., United Kingdom : Durham University, School of Government and International Affairs, January 2012.
- [24] Bursa Malaysia Berhad .2020 .Condensed Consolidated Financial Statements for The Quarter And Year-To-Date Ended, 31 March 1q, Financial Result 30 April .Malaysia : BURSA MALAYSIA BERHAD, 2020.