



## المنظومة القانونية والرقابية وأثرها في تحقيق حماية حملة الصكوك: تجربة ماليزية

### **The Legal and Regulatory System and Their Impact on Achieving the Protection of Sukuk holders: The Malaysian Experience**

Said Adekunle Mikail

International Centre for Education for Islamic Finance (INCEIF)

saidmikail@inceif.org, saidmik@gmail.com

#### الملخص

يعد من أساسيات انتظام الصناعة المالية الإسلامية خضوعها للعديد من الحماية القانونية والتنظيمية التي أثرت بشكل مباشر أو غير مباشر على تقدم أنشطة الصناعة التمويلية والاستثمارية. وقطاع سوق رأس المال الإسلامية وخاصة الصكوك من أكثرها تأثراً بذلك. لكن تداول الصكوك على المستوى الدولي والمحلي قد تعرقله اختلافات المنظومة القانونية والمذاهب الفقهية الأمر الذي قد يؤدي إلى ضعف التيقن وحلل القوانين الحاكمة. ولا شك أن الاستثمار في الصكوك يستلزم توفير الطمأنينة والثقة من المستثمرين على وفرة الحماية اللازمة من القانون والجهاز الرقابي ووحدة الإطار التنظيمي وملائته لطبيعة الصكوك. وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث لدراسة المنظومة القانونية والرقابية المطبقة على الصكوك في ماليزيا وكيفية تحقيقها لحماية حملة الصكوك. تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي لدراسة وضع هذه المنظومة والبيانات الوثيقة بالموضوع والمصادر مع تحليلها لاستنباط عناصر حماية حملة الصكوك. توصل البحث إلى أن أهم أغراض المنظومة القانونية والرقابية وهو يكمن في كسب ثقة المستثمرين وتوفير الطمأنينة والشفافية وترسيخ العدالة يحول دون ذلك اختلاف القوانين وازدواجية الأنظمة الرقابية. وأن تطوير الصناعة بحاجة ماسة إلى إيجاد وتحسين الإطار التنظيمي الخاص بها لحل تحديات أو تقليدها، وإتاحة الفرص التنافسية مع الصناعة المالية التقليدية بالتساوي.

**الكلمات المفتاحية:** المنظومة القانونية والرقابية، الصكوك، حماية حملة الصكوك، تجربة

ماليزية.

### Abstract

One of the basics of the regularity of the Islamic financial industry is that it is subject to many legal and regulatory protections that directly or indirectly affected the progress of its financing and investment activities. The Islamic capital market sector, especially Sukuk, is one of the most affected products. However, the tradability of Sukuk at the international and local levels may be hindered by differences in the legal system and jurisprudential schools of thought, which may lead to a lack of certainty and a defect in the applicable laws. There is no doubt that investing in Sukuk requires providing reassurance and confidence from investors on the abundance of the necessary protection from the law, the supervisory apparatus, the unity of the regulatory framework and its adequacy with the nature of Sukuk. In this context, this research comes to study the legal and supervisory system applied to Sukuk in Malaysia and how to it helps actualize Sukuk-holders' protection. A descriptive and analytical approach were employed to study the status of this system and the relevant data and sources, along with its analysis, to derive the elements of protection for Sukuk holders. The research finds that the most important objectives of the legal and regulatory system lie in gaining the confidence of investors, providing reassurance, transparency, and consolidating justice, the difference in laws and the instability of regulatory systems are stumbling blocks to all that. It is noteworthy that the development of the Islamic finance industry is in urgent need to either have its own regulatory framework or to improve the existing ones to address challenges or reduce them. It should be given competitive opportunities with the conventional financial industry on an equal footing.

**Keywords:** Legal and Regulatory framework, Sukuk, Sukukholders' protection, Malaysian experience.

### مقدمة

إنّ أكبر الإشكاليات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية خضوعها لتشريعات وقيود عدة على مستويات عديدة والعكس كذلك وارد. وأهم من ذلك وجود قيود قانونية وتنظيمية التي تؤثر على تقدم الصناعة والتوسّع من أنشطتها المختلف في معظم السلطات القضائية للمالية الإسلامية. ومن أكثر القطاع تأثيراً أمام هذه المعوقات القانونية قطاع رأس المال الإسلامي وخاصة الصكوك. وإذا وجدت السوق يتم التداول فيها على مستوى العالم مع اختلافات التشريعات القانونية والمذاهب الفقهية في بعض منتجاتها أو أكثرها يؤدي هذا الأمر إلى ضعف التيقن وخلل في القوانين الحاكمة في هذا المجال

(عجينا، 2011). ولقد كان من مستلزمات الاستثمار في الصكوك توفير الطمأنينة والثقة لجمهور المستثمرين وتولي النظام والقانون توفير الحماية اللازمة لاستثماراتهم. ونجاح الصكوك يعتمد بشكل كبير على توحيد الإطار التنظيمي الذي يحكمها وملائته لطبيعة الصكوك. تضمن البحث خمس محاور وخاتمة.

### أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى ما يلي:

- 1- دراسة المنظومة القانونية والرقابية الوثيقة بالصكوك في ماليزيا
- 2- هيكلية المنظومة الرقابية للصكوك في ماليزيا
- 3- حماية حملة الصكوك عبر المنظومة القانونية والرقابية في ماليزيا
- 4- كيفية تحقيق حماية حملة الصكوك

### أسئلة البحث

يهدف البحث إلى الإجابة عن الأسئلة التالية:

- 1- ما هي أهم المنظومة القانونية والرقابية الحاكمة للصكوك في ماليزيا؟
- 2- ما هي هيكلية المنظومة الرقابية للصكوك في ماليزيا؟
- 3- كيف يتم تحقيق حماية حملة الصكوك؟

### منهجية البحث

استخدم هذا البحث على الأسلوب الوصفي وذلك بالاعتماد على دراسة واقع المنظومة القانونية والرقابية في ماليزيا بقصد الوصول إلى استنتاج أهم عناصر حماية حملة

الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي. ويعتمد البحث كذلك على البيانات الثانوية وذلك بجمع المراجع والكتب والأوراق البحثية والمنشورات بالإضافة إلى التقارير السنوية للجهات المطلوب دراستها والنشرات والسجلات في مجال الصكوك.

### المحور الأول: الهيكل العام للإطار التنظيمي في إصدار الصكوك

مما لا شكّ فيه أن الصكوك قطاع من قطاعات سوق رأس المال الإسلامي، وتشكيل السلطة أو السلطات التنظيمية لهذا السوق تختلف من دولة إلى أخرى فمثلاً في ماليزيا (SC, 2017; ISRA, 2015; SC, 2009) سوق رأس المال الإسلامي تخضع للسلطات التالية وهي:

- 1- هيئات الرقابة العامة وهي هيئة الأوراق المالية الماليزية، والبنك المركزي الماليزي، وهيئة الشركات الماليزية مركز لابوان التجاري والمالي الدولي. وهذه السلطات الأربع أنشئت بتقنين القوانين الخاصة من قبل السلطة التشريعية والمبادئ الإرشادية التي تناسب عمليات سوق رأس المال الإسلامي من حين إلى آخر.
- 2- الهيئات غير الحكومية وهي التي تمثل المؤسسات غير الحكومية والممارسين في الميدان وتنشر المبادئ الإرشادية لترشيد السوق وتعزيز المهارة المهنية.
- 3- الهيئات العالمية الداعمة للسوق وهذه الهيئات تشتغل على المستوى العالمي. وأهمها ما يلي:

الأولي: الهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية

الثانية: مجلس الخدمات المالية الإسلامية

الثالثة: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

الرابعة: المؤسسة الإسلامية الدولية لإدارة السيولة

كل من هذه الهيئات لها دور فعال في وضع القوانين والأطر التنظيمية والمبادئ الإرشادية التي تحقق العدالة والشفافية والانضباط والثقة والاطمئنان لكافة المتعاملين في السوق سواء كانوا مواطنين أو مستثمرين خارج الدولة. وهذه الأنظمة ينبغي أن يراعى من نواحي عدة أهمها:

- 1- مراعاة أنظمة الدولة وهي مطلوبة شرعاً لقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَطِيعُوا اللَّهَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ وَأُولِي الْأَمْرِ مِنْكُمْ﴾ [سورة النساء: 59].
- 2- المحافظة على الوفاء بالعقود والشروط والعهود، قال تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [سورة المائدة: 1].
- 3- مراعاة للمصلحة<sup>1</sup> وهذا مقصد من مقاصد الشريعة.

### التعريف بالإطار التنظيمي والهدف العام منه

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية الإطار التنظيمي (SC,2009) بـ "مجموعة القوانين والضوابط والإجراءات والهيئات التي تحدد السوق يعمل فيها الصناعة المالية" وهذا يشمل تطبيق تلك القوانين والإرشادات ليكون التعامل في السوق حسب المستوى المسموح به. وهذا كله لتنظيم وضع السوق وسلوكيات الممارسين فيها وضبطها.

<sup>1</sup> وتقدير المصالح والمفاسد راجع إلى اعتبار الشرع لها، قال شيخ الإسلام ابن تيمية: (( لكن اعتبار مقادير المصالح والمفاسد هو بجزان الشريعة، فمضى قدر الإنسان على اتباع النصوص لم يعدل عنها، وإلا اجتهد برأيه لمعرفة الأشباه والنظائر، وقل أن تعوز النصوص من يكون خبيراً بما وبدلالاتها على الأحكام )) [الأمر بالمعروف لشيخ الإسلام ابن تيمية، ص 10].

**الهدف من الإطار التنظيمي:** يقصد الإطار التنظيمي إلى حماية المستهلكين، وإلى وضع القيود العادلة للمنافسة، وإلى الاحتفاظ بالمعايير المناسبة التي تضبط سلوكيات اللاعبين في السوق (IOSCO,2002; SC,2009).

ومن فوائد الإطار التنظيمي الفعال ضمان الثقة والاطمئنان وزيادتهما لدى كل المتعاملين والتخفيف من المخاطر النظامية في ميدان أسواق رأس المال الإسلامية ومن بينها الصكوك، وكل يرجع بشكل مباشر أو غير لحماية المستثمرين. (IOSCO,2002)

**الإطار التنظيمي والمستثمرون:** من أهم أهداف الإطار التنظيمي هو حماية المستثمرين وهذا يشمل حملة الصكوك. وذلك لأن الأنظمة الفعالة تعزز ثقة كل من المستثمرين المحليين والدوليين وتحافظ على حمايتهم وتؤكد شفافية المعلومات والتعامل وتسعى لسد السلوك الاحتياطي. (SC, 2009)

ومنها أيضاً تطوير السلوك المهني بين المتعاملين في السوق لضمان العدالة والشفافية ودفع احتمال وقوع ظاهرة التخلف وتقليلها. وأن تميز السوق وفعاليتها لا ينحصر فقط في العدالة والشفافية بل بضمان الثقة القانونية ( SC,2009; Rahail, A., 2009)

وقد ضربت ماليزيا أروع مثل من بين السلطات القضائية السائدة في المالية الإسلامية بالتزام بتطبيق الإطار التنظيمي القائم على مبدأ الإفصاح. وذلك بالتركيز على حصول مستوى عال من الإفصاح، والإجراءات اللازمة لتوافر المتطلبات، وحوكمة الشركات في السوق. ومن واجبات هيئة الأوراق المالية الماليزية وغيرها من الجهاز الرقابي لسوق رأس المال إلزام المؤسسات والمتعاملين في السوق استمرار الإفصاح بالمعلومات المطلوبة الوثيقة بالاستثمار (والصكوك) وضمان الرعاية وتوافر الإجراءات اللازمة

للحصول على المتطلبات من المدراء والمستشارين والخبراء وضعها (هذه المعلومات) في نشرة إصدار الصكوك (Abdullah, M.R, 2009; SC), ., 2009 عجبنا، 2011) بالإضافة إلى تطوير القوانين لتواكب التطورات الحديثة وتغيرات السوق وإعطاء صبغة إلزامية للتقيد بمستوى عال من الإفصاح والإجراءات اللازمة ولرفع مستوى الحوكمة، أنشئ الجهاز الرقابي للإشراف على المسؤولية الجنائية للجرائم المتعلقة بسوق رأس المال.

هذه الخطوات منظومة من قبل السلطة الماليزية لتعزيز حماية المستثمرين وحملة الصكوك داخلين فيهم دخولاً أولياً فيما يخصّ الصكوك وإتاحة الفرص للمستثمرين وحملة الصكوك لاتخاذ القرار المناسب تجاه استثماراتهم. وأنه يلزم توحيد الإطار التنظيمي وملائمته لطبيعة الصكوك لنجاح الصكوك المراد إصدارها.

((Abdullah, M.R., 2009

### المحور الثاني: المنظومة القانونية في إصدار الصكوك في ماليزيا

فمن أهم الإطار التنظيمي، الإطار القانوني ويمكن أن يطلق عليه المنظومة القانونية وهي سن القوانين التي تحكم عمليات سوق رأس المال وتراقبها والمتعاملين فيه. وأهم التشريعات المطبقة على صناعة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي:

#### 1- قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007

إنّ قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007 هو القانون الرئيس الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها وتم سنّه في مايو عام 2007 من قبل مجلس البرلمان

الماليزي. ومن أهم أهداف هذا القانون هو ضمان حماية المستثمرين وتعزيز ثقة الوكلاء أمام حملة السندات وتقوية هيئة الأوراق المالية الماليزية. وأهم من هذا كله إضافة مواد جديدة مادة رقم 316 و317 لاعتبار سوق رأس المال الإسلامي ضمن قطاع الأوراق المالية المعتمدة بموجب هذه المواد.

## 2- قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 1993

تم تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية بموجب هذا القانون لتكون هيئة وحيدة معتمدة لها سلطة الإشراف والمراقبة على أنشطة الأوراق المالية وقبل ذلك توجد هيئات مختلفة تشرف على أسواق رأس المال. ومن إضافات جديدة في هذا القانون منح الهيئة تسهيل إجراءات قبول عمليات الشركات وضمن الحماية الكافية للمستثمرين في أسواق رأس المال.

## 3- قانون الشركات عام 1965

هذا القانون هو الوحيد الذي يحكم كل الشركات التي تشغل في ماليزيا ويوجد فقط ثلاث أنواع من الشركات التي يلزم قانوناً أن تسجل للحصول على رخصة التشغيل في ماليزيا وهي:

- الشركات المحدودة بالأسهم
- الشركات المحدودة بالضمان
- الشركات غير المحدودة

وتضمن هذا القانون مادة بموجبها أسست الهيئة للشركات. وتضمن كذلك الأساس التشريعي لحماية المستثمرين وإفصاح الشركات عن المعلومات اللازمة للأسهم للمستثمرين.

#### 4- قانون الخدمات المالية الإسلامية عام 2013

هذا القانون هو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الإسلامية عام 1983 والمواد المناسبة لأنشطة المالية الإسلامية وعملياتها من قانون المصرفية والمؤسسات المالية عام 1989. وتضمن إلى موادها نصوص هامة لتطوير الصناعة المالية الإسلامية والتوسع من أنشطتها التجارية.

بالإضافة إلى القوانين السابق ذكرها، فهناك مبادئ إرشادية تنشرها هيئة الأوراق المالية الإسلامية لتوجيه سوق رأس المال الإسلامي، ومما يناسب الصكوك من هذه المبادئ مايلي:

1- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك

2- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك المدعومة بالأصول.

وكل هذه القوانين والمبادئ الرقابية وضعت أساساً لضمان أمور ثلاثة وهي العدالة والشفافية والاطمئنان وثمرتها حماية الأطراف المتعاملة في السوق وتفادي المخاطر التنظيمية (systemic risks).

### المنظومة القانونية وأهميتها في إصدار الصكوك

هناك العديد من القوانين وضعتها السلطات القضائية الرئيسة للمالية الإسلامية لضبط أنشطة أسواق الصكوك وخاصة حماية حقوق حملة الصكوك. (ISRA, 2017) وتكمن أهمية المنظومة في ما يلي:

ضمان ثقة حملة الصكوك: حيث أكد علي (SC,2009) على أنّ غياب المنظومة القانونية يؤدي إلى المخاطر القانونية وهي أكبر إشكال وشجب لحملة الصكوك. وخاصة إذا فقد حملة الصكوك حقوقهم أو لاعتبار لحقوقهم أمام السلطة القانونية في بلد أصدر منه الصكوك وتمت مداولتها فيه. ولذلك الثقة القانونية تعتبر أكبر عوامل ضمان الحق لدى المستثمرين بما فيهم حملة الصكوك.

وخير مثال لضرر فقدان المنظومة القانونية التي تضمن حماية حملة الصكوك، قضية صكوك غودين بالت (Golden Belt Sukuk)، وفيها تم إصدار الصكوك من قبل مجموعة السعد عام 2007، وقدرها 650 مليون دولار أمريكي لمدة خمس سنوات. تم تشكيل هذه الصكوك في بحرين وإصدارها على أساس مبدأ المنفعة. وفي عام 2009 تخلف المصدر عن دفع الأقساط لسبب يرجع إلى فقدان الرقابة والمتابعة من قبل هيئة الرقابة، لأنّ مجموعة السعد غلبت عليها الديون وأعجزتها ثم واجهتها الأزمة المالية العالمية ( ISRA, 2015).

ويستفاد من العرض السابق تثقيف الصكوك بالإطار الرقابي والإشرافي والحوكمة المتميزة.

ثم إنّ أهم عامل لضمان حقوق حملة الصكوك هو تملك حملة الصكوك الأصول التي تمثلها الصكوك ( ISRA, 2010; IFSB, 2009; Usmani, M.T,2007).

ولما كان من الصعوبة بمكان نقل الناس عموماً والممارسين في سوق رأس المال على وجه الخصوص جرى في أغلب السلطات القانونية للمالية الإسلامية المضي على نمط قانون إنكلترا العام (common law) وذلك تلبية لضروريات هيكلية إصدار الصكوك والتي تفرض في بعض الإصدار الفصل بين الملكية القانونية والملكية العادلة أو الملكية النفعية. وهذا الفصل سائغ وساري المفعول في قانون إنكلترا بخلاف القانون المدني (civil law) الذي تبني أصول الأحكام الرومية. وإمكانية الفصل بين تانكم المالكيتين (القانونية والعادلة) جعل السلطات القانونية التي تطبق قانون إنكلترا أرضاً خصبة لإصدار الصكوك. ولما لم يكف يوجد أكثر البلدان في الشرق الأوسط، قانون الأمانة (trust law) الذي يؤتي المجال للفصل بين المالكيتين المنبثقتين من قانون إنكلترا، يلجأ إلى مبدأ أو عقد الوكالة. (Haneef, R., 2005; Fitri Ellias, R. et al., 2013; Haneef, R.2009)

والذي يمكن أن يستفاد من هذا كما أشار إليه (SC, 2009) أنه لا بدّ لتطوير حركة إصدار الصكوك من التعاون بجدارة من القطار التشريعي والجهاز الرقابي لإتاحة فرص إصدار الصكوك وسد الثغرة أو مقاومة العقاقلة التي تُعرقها وذلك بإدراج اللوائح اللازمة ضمن القانون التشريعي والرقابي التي تسهل عملية إصدار الصكوك وتجعلها مرغوباً ولا أقل رغبة أو جودة من السندات المنظومة على أساس الربا المحرم شرعاً. وقد يكون بإنشاء منظومة قانونية ورقابية مستقلة تلي حاجة إصدار الصكوك.

### المحور الثالث: المنظومة الرقابية على المستوى المحلي

الجهات الرقابية لسوق رأس المال الإسلامي تختلف من دولة إلى أخرى وذلك تبعاً للأنظمة المطبقة في الدولة. والعديد من السلطات القضائية الرئيسة للمالية الإسلامية أنشأت جهازاً خاصاً ببناءً على منظوماتها الرقابية المحلية للإشراف على عمليات سوق رأس

المال الإسلامي والمؤسسات المالية الإسلامية التي تعمل في هذا القطاع، مع أن علمية التمويل والاقتصاد أدت إلى تقارب هذه المنظومة الرقابية بشكل عام. (ISRA, 2017) من مهام الجهاز الرقابي في هذا القطاع إصدار مبادئ إرشادية، وهيئة الأوراق المالية الماليزية تنشرها لتوجيه وإرشاد سوق رأس المال الإسلامي ومما يناسب الصكوك من هذه المبادئ ما يلي:

### المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك:

من المعلوم أنّ الصكوك لا بد أن تكون منسجماً مع المبادئ والعقود الشرعية وعلى المسؤولين عن إصدار عرضها للحصول على المجلس الاستشاري الشرعي في هيئة الأوراق المالية الماليزية. لذلك، تحتوي المبادئ الإرشادية قائمة من العقود والمبادئ الشرعية التي تستخدم لهيكل الصكوك وتسجيلها وتداولها. وإذا اقترح فريق إصدار الصكوك أي عقد أو مبدأ خارج العقود والمبادئ الشرعية الموجودة في القائمة يلزم عرضها على المجلس الاستشاري الشرعي للحصول على الموافقة. (SC, 2015) والغرض من هذا ضمان موافقة الصكوك للشريعة ومبادئها. فبالإضافة إلى ما سبق، تتضمن المبادئ الإرشادية ما يلي:

- 1- تسليم المستندات والأوراق اللازمة لإصدار الصكوك
- 2- تعيين المستشار الشرعي أو المؤسسات المالية الإسلامية لتتولى مهمة توجيه المصدر وترشيده لاختيار العقود الشرعية المناسبة لطبيعة الصكوك والجوانب الأخرى اللازمة في إجراءات إصدار الصكوك.
- 3- القيام بإجراءات تصنيف كفاءة الصكوك من قبل وكالة التصنيف المعتمدة إلا إذا كانت الصكوك ليست خاضعة للتداول.
- 4- موافاة هيئة الإشراف والرقابة بميكل الصكوك.

5- بيان بمصاريف المبالغ التي تجمع من خلال الصكوك  
6- الإفصاح باللازم عن الصكوك لحملة الصكوك  
وهذا بالإضافة إلى بعض المتطلبات الرقابية التي تتعلق بأصول التصكيك، من أهمها. ما يلي:

- 1- مواصفات أصول التصكيك.
- 2- معلومات عن عمليات المصدر وأنشطته.
- 3- معلومات تثبت موافاة معايير البيع الحقيقي لأصول التصكيك أو معلومات عن SPV.

- 4- معلومات عن اتفاقيات الأمانة (trust deed)
- 5- إفادة عن مسؤولية مستخدم الأصول.
- 6- مصاريف الأموال المكتسبة من التصكيك.
- 7- موافاة متطلبات الجهات الرقابية الأخرى والحصول على موافقتها قبل تسليم الطلب إلى هيئة الأوراق المالية الماليزية.

ولا بدّ من المصدر الالتزام بالمبادئ الإرشادية سندت الديون الخاصة والمبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك. وفي حالة وجود غموض في بعض المبادئ والعقود الشرعية، يرجع المصدر إلى المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وكل هذه القوانين والمبادئ الإرشادية والرقابية وضعت أساساً لضمان أمور ثلاثة وهي العدالة والشفافية والاطمئنان وثمرتها حماية الأطراف المتعاملة في السوق وتفادي المخاطر التنظيمية (systemic risks).

## المحور الرابع: المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية على المستوى الدولي

تنقسم المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية على الصعيد العالمي في قطاع رأس المال الإسلامي إلى قسمين؛ المؤسسات العالمية الداعمة لأسواق رأس المال والمؤسسات الإسلامية الداعمة لأسواق رأس المال الإسلامية.

**القسم الأول:** المؤسسات العامة وهذا يتمثل في المؤسسات الداعمة لسوق رأس المال بصفة عامة وهي تدعم سوق رأس المال الإسلامي وسوق رأس المال التقليدي. وأهم هذه المؤسسات، الهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية.

### الهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية

هي هيئة أسست بقصد جمع كلمة هيئات الرقابة للأوراق المالية على الصعيد العالمي وتعتبر مصدرة للمعايير التي تطبق في قطاع الأوراق المالية على المستوى العالمي. ومن مهامها كذلك إعداد المعايير المعتمدة عالمياً لتنظيم الأوراق المالية وتطبيقها وتطويرها على المستوى العالمي.

ولقد أصدرت الهيئة ثلاثين قاعدة لتنظيم عمليات الأوراق المالية في المستوى العالمي بناءً على أهدافها الثلاثة الآتي ذكرها.

إنّ هذه الهيئة ترمي إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسة هي:

أولاً: حماية المستثمرين

ثانياً: ضمان وجود أسواق تقودها العدالة والشفافية والفعالة أو أسواق عادلة

وفعالة وشفافة.

ثالثاً: تقليل المخاطر التنظيمية. (IOSCO,2002)

### المؤسسات الإسلامية الداعمة لأسواق رأس المال الإسلامية

هناك العديد من المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية بصفة عامة وتدخل تحت الصناعة قطاع رأس المال الإسلامي. ومن أهم هذه المؤسسات ما يلي:

#### مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

إن المجلس هو هيئة دولية تقصد إلى وضع معايير رقابية وإرشادية من وقت لآخر لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وتعزيزها. وتضم هذه المعايير القطاعات الثلاث الرئيسية ومنها قطاع رأس المال الإسلامي. ويقوم المجلس بإجراءات مكثفة في سبيل إعداد هذه المعايير. وتشمل الإجراءات في عقد العديد من الجلسات العلمية من ندوات ومؤتمرات على المستويات الثلاث وهي المستوى الدولي، والمستوى الإقليمي، والمستوى المحلي. ويعقد هذه الجلسات بالتعاون مع السلطات الرقابية والخبراء الميدانيين والمراكز البحثية والتعليمية ذات اهتمام بالصناعة المالية الإسلامية. تم تأسيس مجلس الخدمات المالية الإسلامية عام 2002 في ماليزيا وبدأ التشغيل عام 2003.

ومن مبادئ المجلس الإرشادية الوثيقة بقضية حماية حملة الصكوك، مبادئ متطلبات كفاية رأس المال للصكوك. وفيها مبدأ الاعتراف بنقل المخاطر، ومبدأ معالجة تسهيلات السيولة وغيرهما.

ففي مبدأ الاعتراف بنقل المخاطر توجد عدة نصوص التي تحمي حقوق حملة الصكوك. وفي فقرة (29) (ب) "ألا يحتفظ الناقل (أي المنشئ) بسيطرة فعلية أو غير مباشرة على الموجودات المنقولة..." (ج) "تكون للمالكي الصكوك (أي المستثمرين) حق المطالبة على مجموعة الموجودات موضوع الصكوك فقط. وفي فقرة (30) "من أجل الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، يجب أن تنتقل الهيكلية كل حقوق ملكية

الموجودات من المنشئ عبر المصدر إلى المستثمرين. وحسب النظام القانوني المعمول به، فإنّ حقوق الملكية هذه لا تشمل بالضرورة الملكية المسجلة...<sup>2</sup> وفي الفقرة 42 من مبدأ معالجة تسهيلات السيولة "إنّ إعطاء تسهيلات نقدية مقدماً من متعهد خدمة على أساس قرض بدون فائدة يدفع من متعهد الخدمة إلى كيان ذي غرض خاص للتأكد من دفع المبالغ للمستثمرين في وقت استحقاقها مثل الحالات التي يكون فيها فرق زمني بين التحصيل النقدي والمدفوعات..."<sup>2</sup>

ثم إنه ينبغي الإشارة إلى أنّ هذه المبادئ الرقابية والإرشادية التي تم إصدارها من قبل مجلس الخدمات المالية الإسلامية تكمل الفحوات الموجودة في بازل والهيئة العالمية لهيئات الأوراق المالية والهيئة العالمية للسلطات الإشرافية على التأمين.

### هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

هيئة المحاسبة والمراجعة أنشأت أساساً لتطوير المحاسبة والمراجعة للصناعة المالية الإسلامية وذلك عن طريق عقد التدريبات والندوات والمؤتمرات وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث العلمية. أسست الهيئة في 1 صفر عام 1310 الموافق لـ 26 فبراير 1990. بموجب اتفاقية التأسيس من قبل المؤسسات التأسيسية في الجزائر. ثم تسجيلها في البحرين كهيئة عالمية ذات شخصية اعتبارية مستقلة للاربحية. لقد نشرت الهيئة معايير المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات والمعايير الشرعية.

<sup>2</sup> مزيد من التفاصيل في الفقرات التي تعني بحماية حملة الصكوك يرجى الاطلاع على مجلس الخدمات المالية الإسلامية. 2009. متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمار. كوالالمبور: مجلس الخدمات المالية الإسلامية.

ومن أهم الفقرة الوثيقة بجملة الصكوك الفقرة 2 من المعيار الشرعي رقم (17) "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله." ولما كانت الأصول التي تمثل أصول الصكوك مجموعة من الموجودات والأشياء المختلفة من أعيان، ومنافع، وخدمات فحقوق حملة الصكوك ترجع إلى ما تمثلها الصكوك المصدرة وهي محل موضوع الحماية. ولما كان حملة الصكوك ملاكها وهي مستند حقوقهم فينبغي مراعاتها والحفاظ عليها. (ISRA, 2017)

#### المحور الخامس: تحقيق حماية حملة الصكوك

بإمعان النظر إلى إشارات سابقة إلى المنظومة القانونية والرقابية يتوصل إلى أن الصناعة المالية الإسلامية تحكمها تشريعات وقيود من عدة مستويات. وأكبر قيود التي تؤثر على الصناعة المنظومة القانونية والرقابية وتكون أكبر عرقلة لنموها وتطويرها إن لم يراعى حق رعايتها.

إن حقوق حملة الصكوك من الحقوق المالية وهي كما عرفها أيوفي في الفقرة (2) من المعيار الشرعي رقم 42 "اختصاص شخص (طبيعي أو اعتباري) قرر به الشرعي سلطة أو تكليفاً وصلاح أن يكوم محلاً للمعاوضة."

ومن لوازم هذه الحقوق حق التصرف والقدرة على الانتفاع كما أشارت إليها الفقرتان 1/4 و 2/4 من المعيار رقم 42: 1/4 "يتفرع عن حق ملكية العين والمنفعة، حق التصرف الكامل إلا ما منعه الشارع؛ سواء كان بالنقل الكامل بعوض أم بدونه، أم بنقل المنفعة فقط." و 2/4: "يتفرع عن حق المنفعة القدرة على الانتفاع بالشيء (بنفسه أو

بغيره) مع التقييد بشروط المالك، والضمان للعين المنتفع بها في حالات التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط."

وحماية الحقوق مطلب من مطالب الشريعة فيلزم شرعاً صيانتها من الاعتداء فيتحقق حفظ الحقوق من جانبين جانب الوجود ومن جانب العدم.

فمن جانب الوجود أنه ينبغي للسلطات الإشرافية والرقابية سنّ القوانين والأنظمة التي تراعي حقوق حملة الصكوك وتوفير السبل لمراعها. ومن جانب العدم إيجاد القوانين والأنظمة التي تحمي هذه الحقوق من الاعتداء والوقوف مع تحقيق حمايتها. قال ابن قيم: "إذا استغرقت الديون ماله، لم يصح تبرعه بما يضر بأرباب الديون، سواء حجر عليه الحاكم، أو لم يحجر عليه، هذا مذهب مالك، واختيار شيخنا وهو الصحيح، وهو الذي لا يليق بأصول المذهب غيره، بل هو مقتضى أصول الشرع وقواعده، لأن حق الغرماء قد تعلق بماله، ولذلك يحجر عليه الحاكم، ولولا تعلق حق الغرماء بماله، لم يسع الحاكم الحجر عليه فصار كالمريض مرض الموت، وفي تمكين هذا المدين من التبرع بإبطال حقوق الغرماء، والشريعة لا تأتي بمثل هذا، وإنما جاءت بحفظ حقوق أرباب الحقوق بكل طريق، وسدّ الطريق المفضية إلى إضاعتها" (Al Nadni, A., 1397, vol. 5, p.172; Al-Fawzan, S., 1423, vol.2, p.93).

والسؤال الذي يطرح نفسه الآن كيف تتحقق حماية حملة الصكوك، للإجابة عليه ينبغي إعادة النظر إلى مكونات تعريف الإطار التنظيمي وهي القوانين والأنظمة والإجراءات والمؤسسات. فلكي تتحقق حماية حملة الصكوك لا بد من هذه المكونات الأربع التي تقود قطاع أسواق رأس المال الإسلامية بما فيها الصكوك وحملة الصكوك. وتعتبر هذه المكونات الأربع خطوات أولية لحماية حملة الصكوك وهي سن القانون ووضع الأنظمة والالتزام بالإجراءات اللازمة وإنشاء المؤسسات الرقابية.

وأما سنّ القوانين فيتمثل في قيام السلطات التشريعية بتقنين القوانين المناسبة تحمل قيود قانونية ذات تأثير إيجابي في تطوير عمليات سوق رأس المال الإسلامي والتوسّع منها مع الأخذ في الاعتبار المبادئ والعقود الشرعية.

ووضع الأنظمة يتمثل في إصدار المبادئ الرقابية والإرشادية من السلطات الإشرافية من وقت لآخر لتطوير السوق وحماية المستثمرين وحملة الصكوك.

والالتزام بالإجراءات يتمثل في التقيد الضوابط والشروط واللوائح التي وضعت لتيسير إجراءات المعاملات من قبل الجهات التي تشرف على السوق.

وإنشاء المؤسسات يتمثل في أن القانون ينص عادة في إحدى موادّه على إنشاء هيئة معينة تشرف على السوق. وبموجب هذه المادة أو المواد تتولد هيئة أو مؤسسة تشرف على أنشطة سوق رأس المال الإسلامي وعملياته بما فيها الصكوك. ومن مهام هذه الهيئة أو المؤسسة باسمها السلطة الإشرافية والرقابية وضع ما تراه مناسباً من حين لآخر من المبادئ الرقابية والإرشادية لحماية المستثمرين بما فيهم حملة الصكوك.

### خاتمة وتوصيات

تبين من استعراض ما سبق، أنّه كما أن المنظومة القانونية سبب لرواج أنشطة الصناعة المالية الإسلامية التمويلية والاستثمارية فإن التباين بين القوانين والأنظمة الرقابية التي تحكم الصناعة يعرقل سير التطور والنمو ويرجع ذلك إلى اختلاف القوانين الفقهية التي تعتمدها السلطات القضائية للمالية الإسلامية لأن بعضها يصدر القوانين والأنظمة بناءً على المذهب الفقهي الذي تتمسك به. وهذه الظاهرة يخلق عدم ثقة المستثمرين وحملة الصكوك.

ومن أهم أغراض المنظومة القانونية والرقابية كسب ثقة المستثمرين وحملة وتوفير الطمأنينة والشفافية وترسيخ العدالة وظاهرة اختلاف القوانين والأنظمة تجعل هذا الغرض السامي هباءً منثوراً. ولذلك على الجهات المعنية بالتشريع والإشراف السعي إلى إيجاد الإطار التنظيمي الخاص بالصناعة المالية الإسلامية لتطوير أنشطتها وتسهيل العراقيل والتحديات التي تواجهها، وإتاحة الفرص التنافسية مع الصناعة المالية التقليدية بالتساوي. ثم إنَّ حماية حملة الصكوك داخلة ضمن حماية حقوق المستثمرين وهي مقصد من مقاصد الشريعة شريطة أن تكون في حدود ما قرره الشرع مع عدم التعسف. وفي قطاع الصكوك تتحقق حماية حملة الصكوك بإيجاد البنية التحتية لذلك وما يمثّلها مما يكون سبباً في تقدم أسواق الصكوك وتطورها. وأهم عنصر لحماية الصكوك وتطويرها سنّ القوانين والأنظمة الرقابية والالتزام بالإجراءات المرسومة وإنشاء المؤسسات الرقابية والإشرافية ويمكن الاستفادة من الخبرة الماليزية المسطرة سابقاً والتي لها سبق في ترسيخ الأطر القانونية والرقابية في جميع قطاعات المالية الإسلامية.

## REFERENCES

- AAOIFI (2017). *Al-Ma'ayir Al-Shar'iyah*. Bahrain: Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions.
- Abdullah, M.R. (2009). Regulatory Issues: Innovations and Application in Sukuk, in Thomas A. (ed.) *Sukuk*. Kuala Lumpur: Sweet & Maxwell Asia.
- Al-Fawzan, S. (1423). *Al-Mulakhas Al-Fiqhi*. Riyadh: Idarat Al-Buhuth Al Ilmiyyah wa Al-Ifta'

- Ajibna, A. (2013). *Al-Awamil Al Mu'athirah Fi Isdaar Sukuk Al-Istithmar Al Islamiyyah Miun Qibal Munazammat Al-Amaal-Dirasat Halat Al Tajrubah Al-Sudaniyyah*. Jeddah: Dallah Baraka.
- Al-Najdi, A. (1397). *Hashiyat Al-Rawd Al-Murbi' Sharh Zad Al Mustaqni'*. Al Maktabah Al-Shamilah.
- Ali, R. (2009). Legal Certainty for Sukuk, in Thomas A. (ed.) *Sukuk*. Kuala Lumpur: Sweet & Maxwell Asia.
- Haneef, R. (2005). Recent Trends and Innovations in Islamic Debt Securities: Prospects for Islamic Profit and Loss Sharing Securities, in: *Islamic Finance: Current Legal and Regulatory Issues*, edited by Ali, S. Nazim. Cambridge, Massachusetts: Harvard Law School, ILSP, Islamic Finance Project, 2005, pp.29-60
- Haneef, R. (2009). From Asset-back to Asset-light Structures: The Intricate history of Sukuk. *ISRA International Journal of Islamic Finance*. 1(1), 103-126
- Fitri Ellias, R. et al., (2013) Paper presented at Shariah Forum, KLIFF, 23 September 2013, Istana Hotel, Kuala Lumpur.
- IFSB (2009). *Capital Adequacy Requirements For Sukuk, Securitisations and Real Estate Investment*. Kuala Lumpur: Islamic Financial Services Board.
- International Organisation of Securities Commission (IOSCO). (Oct 2016). *Fact Sheet*. Received from <https://www.iosco.org/about/pdf/IOSCO-Fact-Sheet.pdf>.
- ISRA Research Paper No 8/2010. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
- ISRA (2015). *Islamic Capital Markets: Principles and Practices*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.

ISRA (2017). *Sukuk: Principles and Practices*. Kuala Lumpur: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.

Securities Commission Malaysia. (2009). *Guidelines on the Offering Assets Back Securities*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Securities Commission Malaysia. (2009). *Guidelines on the Offering of Islamic Securities*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Securities Commission Malaysia. (2009). *Regulatory Requirements, Legal Documentation, Accounting, Auditing and Taxation in the Islamic Capital Market*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Securities Commission Malaysia (2009). *The Islamic Securities (Sukuk) Market*. Malaysia: LexisNexis Malaysia Sdn Bhd.

Securities Commission Malaysia (2015). *Guidelines on Unlisted Capital Market Products under the Lodge and Launch Framework*. Kuala Lumpur: Securities Commission Malaysia.

Usmani, M.T. (2007). *Sukuk and their Contemporary Applications*. Available at <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/f213.pdf>