

## الفصل الرابع صكوك المضاربة في ماليزيا

مقدمة عن ماليزيا

جدول<sup>1</sup> 4.1 : معلومات عن ماليزيا

ماليزيا	الدولة
كوالالمبور	العاصمة
بين درجتي 7،2 شمال خط الاستواء	الموقع
329758 كيلو متر مربع	المساحة
27 مليون نسمة	عدد السكان

تسجل ماليزيا - الدولة الإسلامية - نجاحاً في جميع المجالات. من هذه المجالات الصيرفة ( Banking ) تحت مظلة البنك المركزي . أنشئ أول بنك إسلامي وهو BANK ISLAM في 1<sup>st</sup> يوليو عام 1983 . بلغت نسبة معدل النمو الاقتصادي في ماليزيا في الفترة من 1985 إلى 1997 % 5.7<sup>2</sup> ذكر تقرير مجلة " فوربس " المتخصصة أن نسبة معدل النمو الاقتصادي الذي حققته ماليزيا بنهاية عام 2010 % 7.2 وهو أعلى معدل يحققه الاقتصاد الماليزي منذ عام 2000.<sup>3</sup>

### مراحل تطور إصدار الصكوك في ماليزيا

أصدرت شركة شل ( Shell ) أول صكوك في ماليزيا عام 1990 بمبلغ 75 مليون رنجيت لمدة 5 سنوات وإصدار آخر قيمته 50 مليوناً لمدة 8 سنوات. أصدرت شركة شل سرواك صكوك مشاركة بقيمة 600

<sup>1</sup> لحة عن ماليزيا، 2011، [www.vb.sukrbnat.com/](http://www.vb.sukrbnat.com/)

<sup>2</sup> Rodney Wilson, ( 1997 ), **Islamic Finance** . ( London : FT Financial Publishing Pearson Professional Limited. ), p. 124.

<sup>3</sup> أحمد يعقوب، 62 مليار حجم ثروات أغنياء ماليزيا، 2011-03-04، [www.youm7.com/](http://www.youm7.com/)

مليون رنجيت عام 1991. أصدرت شركة بتروناس صكوكاً بقيمة 300 مليون رنجيت عام 1993.

كان إصدار الصكوك من عام 2001 حتى عام 2003 يتم بناءً على التوجيهات الخاصة بإصدار أسناد الدين التي صدرت عام 2000. بناءً على هذا، اقتصر إصدار الصكوك على توريق أو تصكيك الديون التي تنشأ عن عقود المراجعة والبيع بالثمن العاجل والإجارة. قُوبِلَ هذا التوريق بنقد شديد من علماء الشريعة في دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط. كانوا يوافقون على الصكوك التي يتم إصدارها على أصول وعلى أساس المشاركة فقط. اتخذت هيئة الأوراق المالية الماليزية خطوةً استباقيةً لتطوير هيكل الصكوك بإصدارها التوجيهات الخاصة بالأسناد الإسلامية عام 2004.<sup>4</sup> كانت هذه محاولة لجعل هيكل الصكوك بناءً على هذه التوجيهات - بعيداً عن الدين كعقود صكوك المشاركة والمضاربة.

بلغت جملة إصدار الصكوك الإسلامية حوالي 121 مليار رنجيت أي حوالي 76 % من إجمالي جملة إصدار الصكوك في ماليزيا في عام 2007. أصبح بماليزيا أكبر سوق إسلامي للصكوك بمبلغ حوالي 47 مليار دولار أمريكي عام 2008؛ ما يعادل ثلثي السوق العالمية للصكوك.<sup>5</sup>

### هيئة الأوراق المالية الماليزية والمجلس الاستشاري الشرعي بها

أنشئت هيئة الأوراق المالية الماليزية ( SC ) في 1<sup>st</sup> مارس عام 1993 لتنظيم وتطوير سوق رأس المال الماليزي. تؤدي الهيئة أدواراً أخرى منها على سبيل المثال لا الحصر :

1. الموافقة على إصدار الأسناد التي تصدرها الشركات.
2. تنظيم جميع المسائل التي تتعلق بالأوراق المالية والعقود الآجلة.
3. الترخيص للأفراد العاملين بسوق الأوراق المالية والإشراف عليهم.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Wan Abdul Rahim Kamil, ( 2008 ), **Malaysian Sukuk Market Handbook**. ( Kuala Lumpur : Ram Rating Services Berhad in association with Am investment Bank Berhad, CIMB Islamic Bank Berhad & Kuwait Finance House ( Malaysia ) Berhad, pp. 21 & 22.

<sup>5</sup> *Ibid.*, p. 23.

أنشأت الهيئة المجلس الاستشاري الشرعي ( SAC ) في 16<sup>th</sup> مايو عام 1996. يتم تعيين أعضاء المجلس من قِبَل الهيئة مرة كل عامين. للمجلس مهام عديدة منها :

1. مراجعة ومراقبة كل ما يصدر عن الهيئة وسوق رأس المال بها، والتأكد من أنه يتفق مع مبادئ الشرع.
2. يُصدر المجلس قائمة بالأوراق المالية التي تتفق مع الشريعة الإسلامية مرتين كل عام.<sup>7</sup>

#### 4.1 جهات وشروط إصدار الصكوك

يشمل هذا الفصل دراسة صكوك المضاربة في ثلاث شركات أصدرت الصكوك في الفترة من فبراير 2002 حتى يناير 2008. هذه الشركات هي :

1. Cagamas Berhad.
2. PG Municipal Assets Berhad.
3. Manfaat Tetap Sdn Bhd.

##### 4.1.1 صكوك المضاربة التي أصدرتها شركة Cagamas

ما يلي تفصيل لإصدار الصكوك في هذه الشركة : شروط الإصدار والجداول والشكل التوضيحي.

جدول<sup>8</sup> 4.2 : معلومات عن الشركة

Name of Issuer	Cagamas Berhad
Date of Incorporation	2 <sup>nd</sup> December 1986
Place of Incorporation	Kuala Lumpur / Malaysia
Status	Resident controlled company

<sup>6</sup> www.sc.com.my/06-04-2011.

<sup>7</sup> Securities Commission, ( 2006 ), **Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council**, 2<sup>nd</sup> Edition. pp. 4&5.

<sup>8</sup> www.sc.com.my/ bond market, issuance information, Cagamas, PTC, 2002, p. 1.

جدول<sup>9</sup> 4.3 : الإصدار الأول للصكوك

Name of Issuer	Cagamas Berhad
Issue Size	RM 50 million
Issue Price	Par
Issue Date	26 <sup>th</sup> February 2002
Tenor	7 years
Maturity Date	26 <sup>th</sup> February 2009
Profit Sharing Ratio	Unscheduled
Redemption	Full nominal value
<i>Mudharib 2</i>	None
Name of Shariah Adviser	Unspecified

<sup>9</sup> *Ibid.*, pp. 2 & 3.

جدول 4.4<sup>10</sup> : الإصدار الثاني

Name of Issuer	Cagamas Berhad
Issue Size	RM 500 million
Issue Price	Par
Issue Date	23 <sup>rd</sup> April 2002
Tenor	5 years
Maturity Date	23 <sup>rd</sup> April 2007
Profit Sharing Ratio	Unscheduled
Redemption	Unscheduled
<i>Mudharib 2</i>	None
Name of <i>Shariah</i> Adviser	<i>Shariah</i> Council of Bank Negara Malaysia

<sup>10</sup> *Ibid.*, pp. 2 & 3.

جدول 4.5<sup>11</sup> : الإصدار الثالث

Name of Issuer	Cagamas Berhad
Issue Size	RM 60 million
Issue Price	Par
Issue Date	22 <sup>nd</sup> August 2002
Tenor	5 years
Maturity Date	22 <sup>nd</sup> August 2007
Profit Sharing Ratio	Unscheduled
Redemption	Unscheduled
<i>Mudharib 2</i>	None
Name of <i>Shariah</i> Adviser	<i>Shariah</i> Council of Bank Negara Malaysia

<sup>11</sup> *Ibid.*, pp. 2 & 3.

جدول<sup>12</sup> 4.6 : الإصدار الرابع

Name of Issuer	Cagamas Berhad
Issue Size	RM 50 million
Issue Price	Par
Issue Date	27 <sup>th</sup> February 2003
Tenor	3 years
Maturity Date	27 <sup>th</sup> February 2006
Profit Sharing Ratio	Unscheduled
Redemption	Unscheduled
<i>Mudharib 2</i>	None
Name of <i>Shariah</i> Adviser	<i>Shariah</i> Council of Bank Negara Malaysia

<sup>12</sup> *Ibid.*, pp. 2 & 3.

جدول 4.7<sup>13</sup> : الإصدار الخامس

Name of Issuer	Cagamas Berhad
Issue Size	RM 150 million
Issue Price	Par
Issue Date	27 <sup>th</sup> March 2003
Tenor	3 years
Maturity Date	27 <sup>th</sup> March 2006
Profit Sharing Ratio	Unscheduled
Redemption	Unscheduled
<i>Mudharib</i> 2	None
Name of <i>Shariah</i> Adviser	<i>Shariah</i> Council of Bank Negara Malaysia

<sup>13</sup> *Ibid.*, pp. 2 & 3.



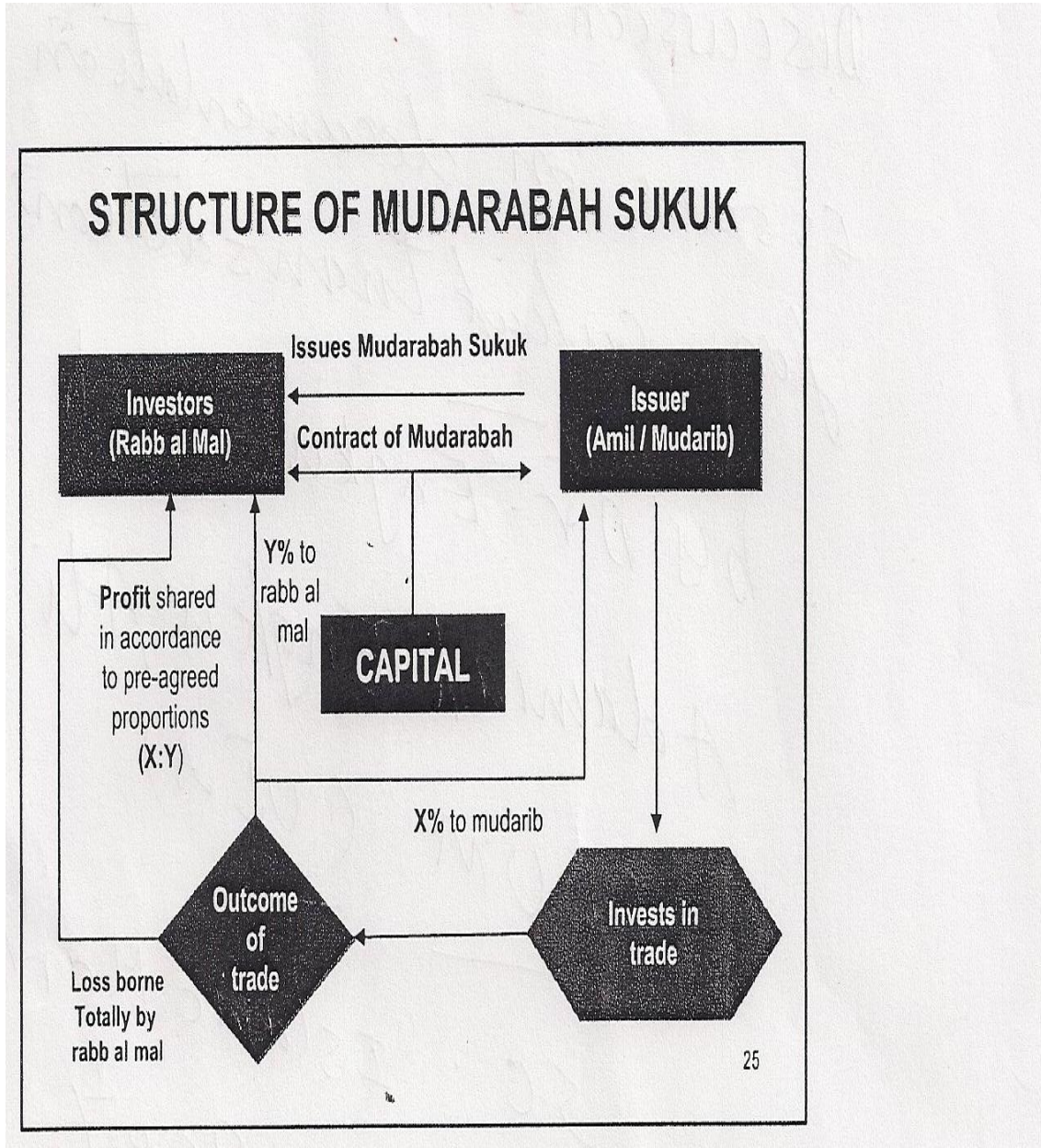
جدول<sup>14</sup> 4.8 : الإصدار السادس

Name of Issuer	Cagamas Berhad
Issue Size	RM 120 million
Issue Price	Par
Issue Date	11 <sup>st</sup> April 2003
Tenor	5 years
Maturity Date	11 <sup>st</sup> April 2008
Profit Sharing Ratio	Unscheduled
Redemption	Unscheduled
<i>Mudharib 2</i>	None
Name of <i>Shariah</i> Adviser	<i>Shariah</i> Council of Bank Negara Malaysia

يبين الشكل التالي كيفية إصدار الصكوك في هذه الشركة. يبين الشكل أن هناك مضاربة واحدة، ومضارب

واحد، ورب مال واحد، وشريكين اثنين فقط في الربح.

<sup>14</sup> *Ibid.*, pp. 2 & 3.



شكل<sup>15</sup> 4.1 : كيفية إصدار الصكوك

أُصدِرَت الصكوك بناءً على شروط معينة. من أهمها ما يلي :

1. تُخصَّص حصيلة إصدار أسناد الدين لتمويل أنشطة الشركة لشراء ديون الإسكان الإسلامية من

الشركات والمؤسسات.<sup>16</sup>

2. مدة إصدار الصكوك من 3 سنوات إلى 7 سنوات.

<sup>15</sup> Rabi'ah Adawiah Bint Ali, ( 2007 ), **Discussions on Practical Issues on Documentations for Sukuk Ijarah, Sukuk Musharakah and Sukuk Mudharabah Transactions.** ( Kuala Lumpur : Securities Commission, Islamic Market Programme. ), p. 13.

<sup>16</sup> www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, p. 1.

3. لا توجد قيود على بيع الأسناد، وإنما تُقدَّم الدعوة إلى أي مؤسسة مُرخص لها كما هو مبين في قانون المؤسسات المالية والبنكية رقم 1989 أو إلى أي بنك إسلامي كما هو مبين في قانون البنوك الإسلامية رقم 1993.<sup>17</sup>

4. تُرَدُّ الشركة قيمة الأسناد كاملة لأرباح الأموال بقيمتها الاسمية عندما يحين موعد استحقاقها ما لم يكن بها نقص.<sup>18</sup>

5. تم تحديد نسبة الربح الذي سيتم توزيعه بين المضارب وأرباح الأموال بانتهاء المضاربة.

6. لم تعلن الشركة عن هذه النسبة. اتفق على أن تُوزَّع أرباح هذه المضاربة بين الشركة وأرباح المال بعد خصم تكاليف إصدار الأسناد وأي تكاليف أخرى بالإضافة إلى الأرباح التي تخص الشركة طبقاً للعقد أو الاتفاقية التي أبرمت بين الشركة وأرباح الأموال.<sup>19</sup> تم تحديد نسب هذه الأرباح مسبقاً.<sup>20</sup>

#### 4.1.2 صكوك المضاربة التي أصدرتها شركة PG Municipal

جدول<sup>21</sup> 4.9 : معلومات عن الشركة

Name of Issuer	PG Municipal Assets Berhad
Date of Incorporation	6 <sup>th</sup> September 2004
Place of Incorporation	Johor Bahru / Malaysia
Status	Resident controlled company

<sup>17</sup> *Ibid.*, selling restriction, ( Issue date : 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 3.

<sup>18</sup> *Ibid.*, redemption, ( Issue date : 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 2.

<sup>19</sup> *Ibid.*, utilization of proceeds, ( Issue date : 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 3.

<sup>20</sup> *Ibid.*, coupon, ( All issuances except that of 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 3.

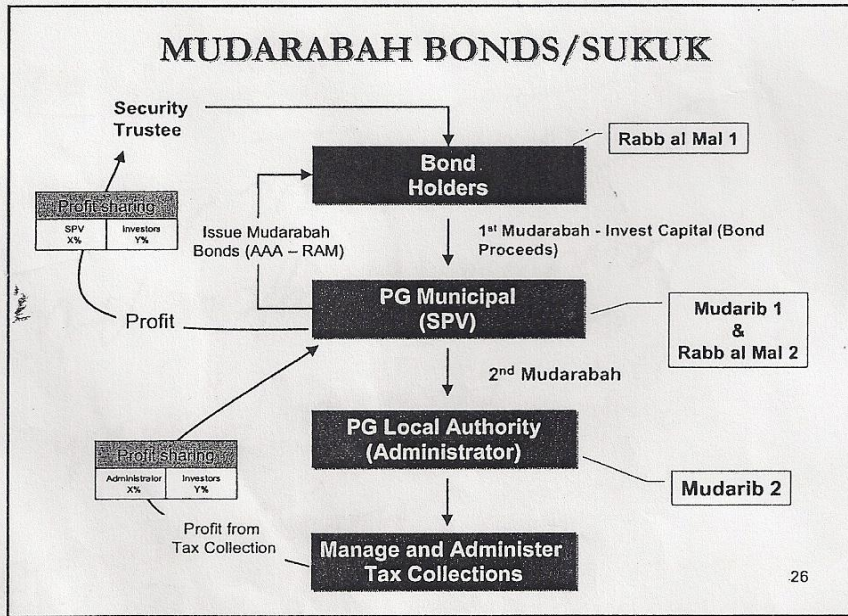
<sup>21</sup> www.sc.com.my/ bond market, issuance information, PG Municipal, PTC, 2005, p. 1.

جدول<sup>22</sup> 4.10 : إصدار الصكوك في الشركة

Name of Issuer	PG Municipal Assets Berhad
Issue Size	RM 80 million
Issue Price	Discount price
Issue Date	28 <sup>th</sup> May 2005
Tenor	6 years
Maturity Date	27 <sup>th</sup> May 2011
Profit Sharing Ratio	1 : 99 <i>Mudharib</i> : <i>Rab al- mal</i>
Redemption	Par
<i>Mudharib 2</i>	Administrators
Name of <i>Shariah</i> Adviser	Dr. Mohammad Daud Bakar

<sup>22</sup> *Ibid.*, pp. 1, 4, 7 & 16.

يبين الشكل التالي كيفية إصدار الصكوك في هذه الشركة.



13

شكل<sup>23</sup> 4.2 : كيفية إصدار الصكوك

أُصدِرَت الصكوك طبقاً لشروط معينة. من أهم هذه الشروط ما يلي :

1. أصدرت هذه الصكوك بسعر الخصم، وعلى أساس مبدأ التناقص.<sup>24</sup>
2. يدخل مصدر الصكوك في مضاربة ثانية مع ( Administrators )، حيث تنص شروط المضاربة الأولى على أن يستخدم المضارب أموال المضاربة الأولى في تمويل المضاربة الثانية.<sup>25</sup>
3. شروط المضاربة الأولى هي نفس شروط المضاربة الثانية.<sup>26</sup>
4. يجب الحصول على موافقة مسبقة من المستثمرين للدخول في المضاربة الثانية.<sup>27</sup>

<sup>23</sup> Rabi'ah Adawiah, *op. cit.*, p. 13.

<sup>24</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, pp. 5 & 7.

<sup>25</sup> *Ibid.*, p. 5.

<sup>26</sup> *Ibid.*, p. 6.

<sup>27</sup> *Ibid.*, same page.

5. يتم إطفاء صكوك المضاربة - بقيمتها الاسمية - في المضاربة الأولى برد الأموال إلى أربابها كاملة في مواعيد استحقاقها على مدى 6 سنوات طبقاً لجدول أُعد مسبقاً.<sup>28</sup>
6. يتم إطفاء صكوك المضاربة في المضاربة الثانية برد الأموال إلى رب المال 2 ( مصدر الصكوك ) على مدى 6 سنوات - مدة إصدار الصكوك - طبقاً لجدول أُعد مسبقاً.<sup>29</sup>
7. تم تحديد نسب الأرباح التي يُتوقع تحقيقها في المضاربة الأولى والثانية.<sup>30</sup>
8. يتم قسمة الأرباح التي تنتج عن المضاربة الأولى والثانية حسب النسبة المتفق عليها مسبقاً 1 : 99 ( مضارب : رب المال ) على التوالي.<sup>31</sup>

#### 4.1.3 صكوك المضاربة التي أصدرتها شركة **Manfaat Tetap**

جدول<sup>32</sup> 4.11 : معلومات عن الشركة

Name of Issuer	Manfaat Tetap Sdn Bhd
Date of Incorporation	21 <sup>st</sup> September 2007
Place of Incorporation	Petaling Jaya / Malaysia
Status	Resident controlled company

ما يلي جدول يبين كيفية إصدار الصكوك في هذه الشركة.

<sup>28</sup> *Ibid.*, p. 5

<sup>29</sup> *Ibid.*, p. 6

<sup>30</sup> *Ibid.*, p. 7.

<sup>31</sup> *Ibid.*, p. 6.

<sup>32</sup> www.sc.com.my/ bond market, issuance information, Manfaat Tetap, PTC, 2007, p. 1.

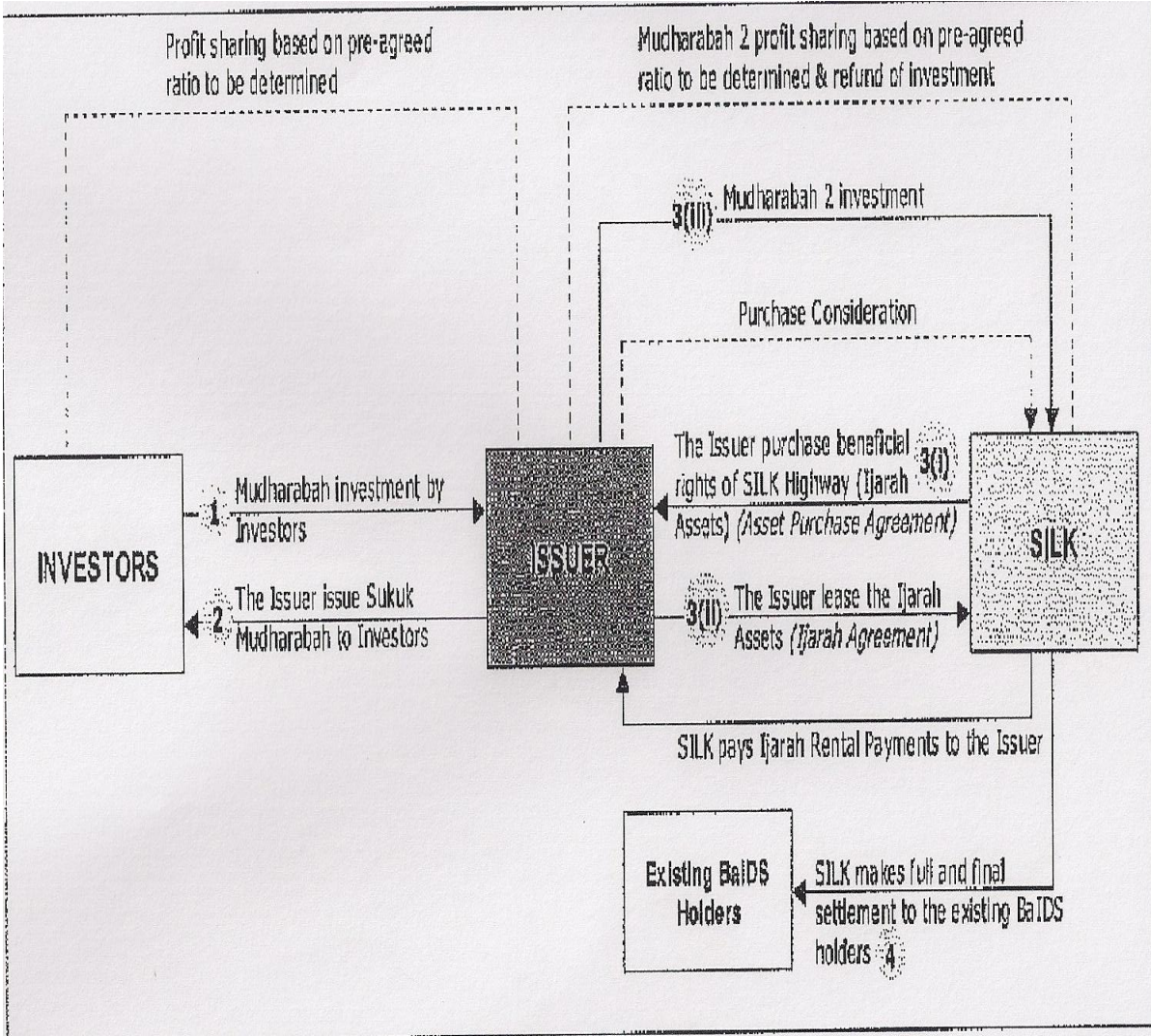
جدول<sup>33</sup> 4.12 : إصدار الصكوك في الشركة

Name of Issuer	Manfaat Tetap Sdn Bhd
Issue Size	RM 702,236,660 million
Issue Price	Par
Issue Date	25 <sup>th</sup> January 2008
Tenor	21 years
Maturity Date	24 <sup>th</sup> January 2029
Profit Sharing Ratio	1 : 99 ( <i>Mudharib</i> : <i>Rab al- mal</i> )
Redemption	Par
<i>Mudharib 2</i>	SILK Company
Name of <i>Shariah</i> Adviser	<i>Shariah</i> Supervisory Council of Bank <i>Islam</i> Berhad

<sup>33</sup> *Ibid.*, pp. 8, 9, 11, 50 & 53.



ما يلي شكل توضيحي يبين كيفية إصدار الصكوك في الشركة.



شكل<sup>34</sup> 4.3 : كيفية إصدار الصكوك

أُصدِرَت الصكوك طبقاً لشروط معينة. من أهم هذه الشروط ما يلي :

1. يدخل مصدر الصكوك ( مضارب 1 ) والمستثمرون ( رب المال 1 ) في عملية مضاربة

( مضاربة 1 )<sup>35</sup>.

2. مدة إصدار الصكوك 21 سنة تبدأ من تاريخ الإصدار.<sup>36</sup>

<sup>34</sup> Ibid., p. 53.

<sup>35</sup> Ibid., p. 9.



3. يستخدم مصدر الصكوك ( رب المال 2 ) مبلغ 50 مليون رنجيت من أموال المضاربة الأولى في الدخول مع شركة SILK ( مضارب 2 ) في مضاربة أخرى ( مضاربة 2 ).
4. لم يتم تحديد مواعيد محددة لرد الأموال إلى أربابها. لم تُعد جداول لهذا الغرض، ولكن سيتم توزيع ما لا يقل عن 2 مليون رنجيت سنوياً اعتباراً من العام الثالث من إصدار الصكوك.<sup>37</sup>
5. يتم إعادة أموال المضاربة كاملة في حينه المتفق عليه بين مصدر الصكوك وأرباب المال، وذلك في حال توفر هذه المبالغ.<sup>38</sup>
6. يتم قسمة الأرباح الناتجة عن المضاربة الأولى بين مصدر الصكوك وأرباب الأموال حسب النسبة المتفق عليها وهي 1 : 99 ( مضارب : رب المال ) على التوالي.<sup>39</sup>
7. يتم قسمة الأرباح الناتجة عن المضاربة الثانية بين مصدر الصكوك والشركة المذكورة آنفاً بناءً على اتفاق مسبق بينهما وهي 1 : 99 ( مضارب : رب المال ) على التوالي.<sup>40</sup>

---

<sup>36</sup> *Ibid.*, p. 11.

<sup>37</sup> *Ibid.*, p. 12.

<sup>38</sup> *Ibid.*, p. 10.

<sup>39</sup> *Ibid.*, same page.

<sup>40</sup> *Ibid.*, p. 11.

## 4.2 مدى موافقة صكوك المضاربة في ماليزيا للمضاربة الشرعية

اتضح - بعد استعراض شروط إصدار الصكوك بالشركات الثلاث، وخصائص وأسس وأركان المضاربة الشرعية، وقرارات الجامع والهيئات الفقهية وآراء الفقهاء والعلماء - أن صكوك المضاربة في هذه الشركات تتفق مع بعض خصائص أو سمات المضاربة الشرعية بينما تختلف معها في أهم هذه الخصائص وتلك السمات. يمكن القول أنها أي الصكوك - تتفق مع أسس عقد القرض لا عقد القراض. إنها قروض مؤجلة ويصبح السند أو الصك - في هذه الحالة - وسيلة لتوثيق مبلغ القرض المؤجل. يمكن القول أنها في معظمها أشبه ما يكون بأسناد الدين التي تصدرها بعض الشركات للحصول على أموال لتمويل مشاريعها.

### 4.2.1 نقاط الاتفاق بين صكوك المضاربة في ماليزيا والمضاربة الشرعية

سأتناول هذا الأمر بالبحث بشيء من التفصيل في المطلب التالي إن شاء الله تعالى. فيما يلي نقاط الاتفاق :

1. المضاربة بين طرفين أحدهما يُقَدَّم المال ويُسمى رب المال، والآخر يُقَدَّم خبرته لتحريك هذا المال واستغلاله لتحقيق الربح، ويسمى مضارب أو عامل.
2. يقدم رب المال ماله ولا يعمل مع المضارب وبذلك تكون شركة مضاربة وليست شركة عنان أو أبدان مثلاً.
3. التزمت بعض الشركات بشروط المضاربة المقيدة ونصّت على عدم تغيير أنشطتها إلا بعد الحصول على موافقة خطية من أرياب المال.<sup>41</sup>
4. أُصدِرَت الصكوك على أساس عدم حصول أرياب الأموال على فوائد على أموالهم.
5. هناك نسبة متفق عليها تتم بموجبها قسمة الربح الناتج عن المضاربة.<sup>42</sup>

<sup>41</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p. 15.

<sup>42</sup> www.sc.com.my/ Manfaat Tetap, PTC, *op. cit.*, p.11.

6. نصّت بعض الشركات على أن أرباب الأموال سيتحملون الخسارة التي قد تحدث.

#### 4.2.2 نقاط الاختلاف بين صكوك المضاربة في ماليزيا والمضاربة الشرعية<sup>43</sup>

##### 4.2.2.1 إصدار الصكوك

تم إصدار الصكوك بسعر الخصم ( Discount Price ) في شركة من الشركات التي شملها البحث هي PG Municipal.<sup>44</sup> يُطلق على سعر الخصم أيضاً معدل الخصم. بلغت قيمة إصدار الصكوك في هذه الشركة 80000000 ( 80 مليون ) رنجيت - وهي القيمة الاسمية للصكوك - بينما أصدرت الصكوك في الواقع بمبلغ 66658000 رنجيت. يكون بذلك الفرق بين المبلغين 13342000 رنجيت. يقوم بعد ذلك مصدر الصكوك برد هذه الأموال عند الاستحقاق أو الإطفاء بالقيمة الاسمية ( 80 مليون ). يصبح الفرق بين المبلغين أرباحاً يحصل عليها أرباب الأموال مُقدِّماً وهي في الحقيقة ليست أرباحاً وإنما فوائد، وفوائد مُعجَّلة وليست مُؤجَّلة كما هو الحال في المصارف التقليدية. معدل الخصم يساوي في معناه معدل الفائدة.<sup>45</sup> صكوك المضاربة - على هذا النحو - تشبه أذون الخزانة.<sup>46</sup>

ما يلي جدولان يبينان المبالغ التي ستردها الشركة عند انتهاء المضاربة والمبالغ التي تم تحصيلها بالفعل لنعلم الفرق بين المبلغين حتى تتضح الصورة في ذهن القارئ. حاصل جمع المبالغ التي سترد في الجدول الأول 80 مليون ( 80000000 ) بينما حاصل جمع المبالغ التي سترد في الجدول الثاني 66658000. الفرق بين المبلغين كما سبق أن ذكرت 13342000 وهي الفوائد المعجلة التي سيحصل عليها أرباب الأموال.

<sup>43</sup> قد يسأل سائل : هل صكوك الشركات التي شملها البحث تمثل صكوك المضاربة في ماليزيا؟ الإجابة : نعم؛ لأن هذه الشركات الثلاث هي التي أصدرت صكوك المضاربة في المدة التي حددها الباحث في دراسته. قد يسأل آخر : هل تكفي دراسة صكوك المضاربة في هذه الشركات الثلاث للحكم على صكوك المضاربة في ماليزيا؟ الإجابة : نعم؛ لأن هذه الشركات الثلاث بما تُماني إصدارات وليست ثلاث.

<sup>44</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, op. cit., p. 7

<sup>45</sup> عمرو سعد، الفرق بين سعر الفائدة وسعر الخصم ، 19-2-2010/ www.arabictrader.com

<sup>46</sup> انظر معنى أذون الخزانة ص 90.

جدول<sup>47</sup> 4.13 : المبالغ التي سيتم ردها عند انتهاء المضاربة

Tranche	Maturity	Redemption Amount
1	1 year	RM 15 million
2	2 years	RM 15 million
3	3 years	RM 15 million
4	4 years	RM 15 million
5	5 years	RM 10 million
6	6 years	RM 10 million

جدول<sup>48</sup> 4.14 : المبالغ التي تم تحصيلها بالفعل

Tranche	Maturity	Redemption Amount
1	1 year	RM 14.375 million
2	2 years	RM 13.589 million
3	3 years	RM 12.747 million
4	4 years	RM 11.841 million
5	5 years	RM 07.333 million
6	6 years	RM 06.773 million

<sup>47</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p. 7.

<sup>48</sup> *Ibid.*, p. 16.

لا يقتصر الأمر على أن هذه الأموال لا تُعتبر أرباحاً بل فوائد، وإنما يتعدى الأمر إلى ضمان الربح بالإضافة إلى ضمان رأس المال، وهو ما لا يجوز فعله لأنه يتعارض مع أهم أسس المضاربة وخصائصها.

ضمان رأس المال أو جزء منه أو الربح أو بعضه يفسد المضاربة، ويحولها إلى قرضٍ يُجْرُ نفعاً.<sup>49</sup>

يقول وهبة الزحيلي عن إصدار الصكوك بسعر الخصم :

" تحرم السندات ذات الكوبون الصفري - التي تُباع بأقل من قيمتها الاسمية - باعتبارها قروضاً، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حَسْماً للسندات فتكون فائدةً مُعَجَّلة. "50

#### 4.2.2.2 ضمان رأس المال

رؤوس أموال صكوك المضاربة مضمونة. تعهدت شركتان من الشركات التي شملها البحث هما PG Municipal و Manfaat Tetap برد رأس المال عندما تنتهي المضاربة.

ورد بشروط إصدار شركة PG Municipal ما يلي :

" By the relevant payment date, the issuer would have refunded the respective funds provided at the outset of the venture in full to the investors." <sup>51</sup>

" سوف يعيد مصدر الصكوك أموال المستثمرين إليهم كاملةً عند انتهاء المضاربة عندما يحين تاريخ استحقاقها. "

ورد بشروط شركة Manfaat Tetap ما يلي :

" By the relevant payment date as per the agreed diminishing participation schedule of the proposed *sukuk*, the issuer shall refund the capital provided at the outset of the venture in full to the investors." <sup>52</sup>

<sup>49</sup> في المقابلة الشخصية كان السؤال : لم أصدرت شركة PG Municipal الصكوك بسعر الخصم؟ أجاب من أجريت معه المقابلة : إنه الكوبون الصفري. انظر المقابلة الشخصية في الملحق رقم 5. انظر رأي الزحيلي في الكوبون الصفري في هذه الصفحة.

<sup>50</sup> الزحيلي، وهبة، ( 1423 هـ. - 2002 م. )، المعاملات المالية المعاصرة : بحوث وفتاوى وحلول، ط 1. ( بيروت : دار الفكر المعاصر، ودمشق دار الفكر )، ص 225.

<sup>51</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, op. cit., p. 5.

<sup>52</sup> www.sc.com.my/ Manfaat Tetap, PTC, op. cit., pp. 9 & 10

" سوف يعيد مصدر الصكوك رأس المال إلى المستثمرين في نهاية المضاربة بحلول موعد الدفع حسب جدول التناقص الزمني للصكوك."

يُفهم من هذا أن الجهة المصدرة ستضمن رؤوس الأموال فقط لأصحابها دون الأرباح. يجب رد المال لأنه حق خالص لأرباب الأموال مع الزيادة إن تحقق الربح، وبالنقص إن حدثت الخسارة، ولكن لا يجب التعهد برده لأنه قد تحدث الخسارة، وحينئذ سيتحملها المضارب وهذا مخالف لأساس رئيس من أسس المضاربة.

يُعتبر تعهد المضارب برد رأس المال ضمان له. من المعلوم أن المقارض لا يضمن رأس المال إلا في حالات التقصير أو التعدي أو مخالفة أي شرط من شروط العقد. السؤال الآن : مَنْ سيحصل علي الربح إذا كان رد مال الصكوك بقيمتها الاسمية؟ وماذا لو نتج عن المضاربة الخسارة؟ أليس من الظلم على المضارب أن يرد رأس المال كاملاً غير منقوص؟ يعني ذلك أن في إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية ظلماً لأرباب الأموال إن تحقق الربح، وفي إطفائها بقيمتها الاسمية ظلماً للمضارب إن حدثت الخسارة.

### 4.2.2.3 إطفاء الصكوك

تم إطفاء صكوك المضاربة بطريقتين لا تتفقان مع مبادئ المضاربة الشرعية ولا مع أسسها :

**الأولى :** تم الإطفاء بالقيمة الاسمية لا بالقيمة السوقية. هذا لا يجوز شرعاً، ويخالف جوهر عقد المضاربة الشرعية وما أجمع عليه علماء الأمة وأجمعت عليه المجامع والهيئات الفقهية. ورد بشروط إصدار الصكوك بشركة PG Municipal ما يلي :

" The *mudharabah* bonds will be redeemed at par on the respective maturity dates. " <sup>53</sup>

" يتم استرداد الصكوك بالقيمة الاسمية عندما يحين موعد استحقاقها."

<sup>53</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p.16.

ورد بشروط إصدار الصكوك بشركة Cagamas ما يلي :

" The bonds shall be redeemed by Cagamas at their full nominal value on the maturity date unless there is principal diminution. " <sup>54</sup>

" سيتم استرداد الأسناد بقيمتها الاسمية عند تاريخ استحقاقها ما لم يكن بها نقص "

أحسنّت الشركة صنّعاً عندما احتاطت وأشارت إلى احتمال أن يكون بالمال نقص. لذلك ورد بقرارات

المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ما يلي :

" It is not permissible for the *mudharib* to agree to purchase assets from *sukuk* holders or from whoever represents them for a nominal value of those assets at the time the *sukuk* are extinguished at the end of their tenors. It is permissible, however, to agree to purchase the assets for their net value, or market value, or fair market value, or for a price agreed to at the time of their purchase. " <sup>55</sup>

" لا يجوز للمضارب أن يوافق على شراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها، لكن مع ذلك يجوز أن يوافق على الشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو أي ثمن يُتَّفَق عليه عند الشراء. "

**الثانية :** تم إطفاء الصكوك تدريجياً إلى أن حصل أرباب الأموال على ما دفعوه عند الاكتتاب ، وهو ما

يعني الإطفاء بالقيمة الاسمية وأصبح المشروع وما به من أصول ملكاً للمضارب. ينتهي المضارب إلى

امتلاك المشروع بما به من أصول ودخله بالكامل. هذا غير مشروع ومخالف لطبيعة عقد المضاربة وأركانه

وشروطه لأن مال المضاربة ملك لأرباب الأموال قبل الشروع في المضاربة وبعد الانتهاء منها.

ورد في شروط إصدار الصكوك لشركة PG Municipal ما يؤيد ذلك :

" By the relevant payment date as per the agreed diminishing participation schedule of *mudharabah* bonds, the issuer would have refunded the respective funds at the outset of the venture in full to the Investors. " <sup>56</sup>

<sup>54</sup> www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, redemption, ( Issue date : 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 2.

<sup>55</sup> www.aaoifi.com/\_sb\_, resolutions, 2008, p. 2.

<sup>56</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p. 5.

" سوف يعيد مصدر الصكوك رأس المال كاملاً إلى المستثمرين في نهاية المضاربة بحلول موعد الدفع حسب جدول التناقص الزمني للأسناد. "

تكرر هذا الأمر في شركة Manfaat Tetap ورد بشروط إصدار الشركة ما يلي :

" By the relevant payment date as per the agreed diminishing participation schedule of the proposed *sukuk*, the issuer shall refund the capital provided at the outset of the venture in full to the investors. " <sup>57</sup>

" سوف يعيد مصدر الصكوك رأس المال إلى المستثمرين في نهاية المضاربة بحلول موعد الدفع حسب جدول التناقص الزمني للصكوك. "

#### 4.2.2.4 الربح

أولاً : ورد بشروط شركة Cagamas ما يلي :

" The profits would be distributed according to the specified profit sharing ratio to the bondholders and Cagamas, after deduction of the cost of issuing the bonds and other direct expenses, as well as, the profit due to the company. " <sup>58</sup>

" سيتم توزيع الأرباح بين حملة الأسناد والشركة طبقاً لنسبة محددة بعد خصم تكلفة إصدار الأسناد وأي مصاريف أخرى مباشرة، وكذلك أرباح الشركة. "

الإشكالية هنا النص على خصم نفقات إصدار الصكوك من ربح المضاربة - إن وُجِدَ بالطبع - وأي مصاريف أخرى، وأيضاً نصيب الشركة من الربح. السؤال الآن : ماذا لو لم يبقَ من الربح شيءٌ أو بقي بالقدر الذي لا يكفي لحصول رب المال على نصيبه من الربح بعد خصم النفقات وأي مصاريف أخرى ونصيب الشركة من الربح؟ ألا يكون المضارب - في هذا الحال - قد انفرد بالربح؟ بالطبع نعم. انفرد المضارب بالربح لا يجوز لأنه قطع للشركة ( المشاركة ) في الربح، ولأنه يحوّل القراض إلى قرض.

<sup>57</sup> www.sc.com.my/ Manfaat Tetap, PTC, *op. cit.*, pp. 9 & 10.

<sup>58</sup> www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, utilization of proceeds, ( Issue date : 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 3.



قد يقول قائل : إن المبالغ التي سيتم خصمها من الربح قبل قسمته من نفقة المضارب في مال المضاربة. هذا القول مردود عليه بما يلي:

أ. نفقة المضارب أمر مُخْتَلَف فيه بين العلماء؛ هل يكون من مال المضاربة أو من ماله .

ب. أجازها الشافعي والكاساني في السفر لا في الحضر. أجازها الحنابلة في السفر والحضر بالشرط. أي بالشرط في عقد المضاربة.

ج. نفقة المضارب في مال المضاربة - إن أُجيزت - هي النفقة العادية كالمأكل والمشرب والكسوة والمسكن والمركب، وهي نفقة منضبطة بالعرف بدليل أنهم ردوا هذه المسألة للمعروف من حال المضارب. لا تدرج نفقات إصدار الصكوك أو أي مصاريف أخرى تحت هذا النوع من النفقة.

د. تُعْتَبَرُ نفقات المصرف أو الشركة من المستويات العليا في الإنفاق، وهي حالات لا تدخل في حسابان الشخص العادي لما يراه في تقديره مقبولاً.

هـ. يجب أن تكون هذه النفقة من الربح الذي يحصل عليه المضارب.<sup>59</sup>

ثانياً : حددت شركتان من الشركات التي شمله البحث هما PG Municipal و Cagamas النسب المئوية للربح التي سيحصل عليها أرباب الأموال تبعاً حتى انتهاء المضاربة. يبدو أن الربح الذي سيحصل عليه أرباب الأموال ليس ناتجاً عن تقليب المال، وإنما فوائد ثابتة<sup>60</sup> تم تحديدها.

<sup>59</sup> للمزيد انظر : ابن قدامة، محمد بن عبد الله، ( 1412 هـ - 1992 م. )، المغني، ط 2. ( القاهرة : هجر للطباعة والنشر )، ج 7، ص 178؛ والسرخسي، محمد بن أحمد بن أبي سهل ، المبسوط، ( ت. د. )، ط 3. ( بيروت : دار المعرفة )، ج 22، ص ص 19 ، 63؛ والكاساني، أبو بكر بن مسعود ، ( 1971 م )، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، ( ط. د. ) . ( القاهرة : مطبعة الإمام )، ج 8، ص 3647.

<sup>60</sup> الفائدة لغةً : ما استفدت من علم أو مال. الربا لغة : رَبا الشيء أي زاد. من هنا ندرك العلاقة بين الفائدة والربا حيث أن كلا منهما يعني الزيادة. الرازي، ( 1987 م. )، محمد بن أبي بكر، مختار الصحاح، ( ط. د. ) . ( بيروت : مكتبة لبنان )، ص ص 98 ، 216. جاز إطلاق الربا على الفائدة لغةً لهذا السبب. الفائدة - بهذا المعنى - حرام لأنها ربا، والربا مُتَّفَق على حرمة بالقرآن والسنة والإجماع. أجمع علماء الأمة على حرمة القرض بفائدة وأنه من الربا المحرّم شرعاً. من هؤلاء : القرطبي وابن المنذر وابن قدامة وابن حجر الهيتمي وابن حزم والمرداوي وابن تيمية والعيني والبايجي وابن حجر العسقلاني والشوكاني. يبدو - بذلك - جلياً أن سلف الأمة أجمعوا على تحريمه إجماعاً لا شك فيه. للمزيد انظر المترك، عمر بن عبد العزيز، ( 1414 هـ. )، الربا والمعاملات المصرفية في نظر الشريعة الإسلامية، ط 1. ( الرياض : السعودية ) : دار العاصمة للنشر والتوزيع )، ص ص 183 - 191.

ما يلي جدول يبين نسب توزيع الأرباح في شركة Cagamas

جدول<sup>61</sup> 4.15 : نسب توزيع الأرباح ( الدخول ) في Cagamas

Coupon Period	% per Annum
1 <sup>st</sup>	3.090
2 <sup>nd</sup>	3.023
3 <sup>rd</sup>	3.009
4 <sup>th</sup>	2.946
5 <sup>th</sup>	2.930
6 <sup>th</sup>	2.858

جدير بالذكر أنه لم يرد بشروط الإصدار بالشركتين لفظ ربح أو أرباح، وإنما ورد لفظ Yield-Yields وتعني دخل - دخول، والدخل عادة ما يكون ثابتاً. قد يقول قائل أنه ورد في PG Municipal أنها دخول مُتَوَقَّعة ( Expected )، مردود عليه بما يلي :

أولاً : كلمة " مُتَوَقَّعة " لا تنطبق على الدخول وإنما تنطبق على الأرباح.

ثانياً : لم يرد في شروط Cagamas أنها " مُتَوَقَّعة. "

ثالثاً : إن سلمنا بأنها أرباح متوقعة وليست دخول ثابتة، فإنها تُعْتَبَرُ - رغم ذلك - فوائد كما يقول رفيق المصري :

61 www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, coupon, ( Issue date : 27<sup>th</sup> February 2003 ), p. 3.

" بما أن سندات المقارضة فيها معنى القروض فإنَّ الربح المتَّوَقَّع - حتى ولو لم يكن ثابتاً ومُحدَّداً مُسَبِّقاً - يُعْتَبَرُ فائدةً ربويَّةً محرَّمةً لأنَّ تعهد المقرض بدفع أي فائدة - سواء كانت معلومة مسبقاً أو غير معلومة - يُعَدُّ رِباً مُحَرَّماً. "62

إذا كان هذا هو حكم الربح المتَّوَقَّع غير الثابت وغير المحدد سلفاً، فما الحكم وهو ثابت ومحدد سلفاً؟ بالطبع لا يجوز تحديده ولا يجوز الحصول عليه. 63

أجازت AAOIFI توزيع الأرباح المتوقعة بشرط تحقق الربح ( وجوده بالفعل ). ورد ما يلي :

" It is not objectionable to distribute expected earnings on account. *Mudharib* is entitled to a share of profit as soon as it is **clear** that the operations of the *mudharabah* have led to the realization of a profit." 64

" ليس هناك ما يمنع من توزيع الأرباح المتوقعة تحت الحساب. يحق للمضارب الحصول على نصيب من الربح بمجرد أن يكون واضحاً أن المضاربة قد حققت ربحاً. "

أي الربح الفعلي وليس المتوقع كما ورد بشروط إصدار الصكوك للشركتين المذكورتين آنفاً.

ما يؤكِّد ذلك أن مجمع الفقه الإسلامي حدد شروطاً لتوزيع الربح الفعلي وليس المتوقع. من هذه الشروط ظهوره أي تحقُّقه. ورد ما يلي :

" يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيق أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. "65

ما يلي جدول يبين نسب توزيع الأرباح ( الدخول ) في شركة PG Municipal.

62 المصري، رفيق يونس، ( 1408 هـ. - 1988 م. )، " سندات المقارضة "، ( ط. د. ). مجلة مجمع الفقه الإسلامي. ( دمشق : دار القلم )، الدورة الرابعة، العدد الرابع، ج 3، ص 1826.

63 جدير بالذكر أن *Manfaat Tetap* - وهي إحدى الشركات التي شملها البحث - تعني بالعربية فائدة ثابتة. !!!

64 *www.aaofi.com/\_sb\_. resolutions , op. cit., p. 2.*

65 مجلة مجمع الفقه الإسلامي، ( 1408 هـ. - 1988 م. )، ( ط. د. ). ( دمشق : دار القلم )، الدورة الرابعة، العدد الرابع، ج، ص 2164.

جدول<sup>66</sup> 4.16 : نسب توزيع الأرباح ( الدخول ) في PG Municipal

Tranche	Maturity	Yield to Maturity
1	1 year	4.30%
2	2 years	5.00 %
3	3 years	5.50 %
4	4 years	6.00 %
5	5 years	6.30 %
6	6 years	6.60 %

بناء على ما سبق، تُعبّر هذه الأرباح مبالغ يحصل عليها أرباب الأموال غير النسبة المحددة سلفاً، وهذا لا يجوز لثلاثة أسباب؛ الأول : هذا لا يتفق مع أساس من أسس المضاربة الشرعية وهو ألا يتقاضى أي طرف مبالغ غير النسبة التي اتفق على الحصول عليه في نهاية المضاربة. الثاني : لأنها أشبه بالفوائد التي يحصل عليها المودعون في المصارف التقليدية. الثالث : في حال عدم تحقق الربح وحدوث الخسارة، هل سيتحمل المضارب المبالغ التي تم صرفها لأرباب الأموال؟ إن فعل ذلك، يكون فعله مخالفاً لشروط إصدار الصكوك في هذه الشركات وللمضاربة الشرعية وهو ألا يتحمل المضارب الخسارة. لماذا؟ لأنه سيتحمل خسارة من نوع آخر وهي خسارة جهده مدة المضاربة طال أم قصرت. ليس من العدل في شيء أن يجتمع عليه خسارتان؛ خسارة جهده - وهي خسارة لا يُستَهانُ بها - وتحمله الخسارة مع رب المال.

66 www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, p. 3.

#### 4.2.2.5 المضاربة الثانية

هناك مضاربتان في شركتين من الشركات التي شملها البحث. الأولى : PG Municipal . ورد بشروط إصدار الصكوك بها ما يلي :

" Parallel to the first *mudharabah* arrangement mentioned above, the issuer shall utilize the proceeds from the *mudharabah* bonds to provide capital into venture with the Administrators under the second *mudharabah* arrangement. "<sup>67</sup>

" سوف يستخدم مصدر الصكوك حصيلة إصدار أسناد المضاربة الأولى لتوفير رأس المال اللازم للدخول في مضاربة ثانية مع الإداريين بالتوازي مع المضاربة الأولى المذكورة أعلاه. "

الثانية : Manfaat Tetap. ورد بشروط إصدار الصكوك بها ما يلي :

" The issuer shall utilize proceeds from proposed *sukuk mudharabah* to enter into *mudharabah 2* with SILK. "<sup>68</sup>

" سوف يستخدم المصدر حصيلة إصدار الصكوك في الدخول في مضاربة ثانية مع شركة SILK. "

قد يقول قائل وما العيب حينئذ في أن يضارب المضارب غيره بمال المضاربة إذا أذن له رب المال على أساس أن بعض الفقهاء أجازوا ذلك؟ هذا القول مردود عليه بأن شركة واحدة فقط هي التي نصت في شروط الإصدار بها أنها ستحصل على إذن أرباب الأموال للدخول في المضاربة الثانية وهي .PG Municipal

ورد كذلك عن مبدأ " المضارب يضارب " في قرارات المجلس الشرعي بمهيئة الأوراق المالية الماليزية بالإضافة إلى ما سبق ذكره في المبحث السادس من الفصل الثاني ( 2.6 ) ما يلي :

67 www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p. 5.

68 www.sc.com.my/ Manfaat Tetap, PTC, *op. cit.*, p. 10.

“ For financial institutions and companies that issue financial products based on *mudharabah*, the concept of *mudharib yudharib* may be applied if they invest a part of the capital in other parties. If this happens, the financial institutions or companies should guarantee the capital based on the views of majority of Islamic jurists. Hence, in such a situation the interest of investors is guaranteed. “<sup>69</sup>

" بالنسبة للمؤسسات والشركات التي تصدر أدوات مالية على أساس المضاربة، فإن مبدأ المضارب يضارب يمكن أن يُطبَّق لو استثمروا جزءاً من رأس المال مع أطراف أخرى. لو حدث هذا فإن المؤسسات المالية أو الشركات تضمن رأس المال طبقاً لآراء معظم الفقهاء. في هذا الحال سيكون فوائد المستثمرين ( أرباب الأموال ) مضمونة."

إذا تأملنا ما ورد بقرارات المجلس نجد ما يلي :

1. لم يرد أسماء الفقهاء الذين وافقوا على ضمان المضارب لرأس المال المضاربة في حال المضارب يضارب.
2. هذا نص صريح بأن مال المضاربة مضمون وأن فوائد المستثمرين مضمونة من قِبَل المضارب، وهذا يفسد عقد المضاربة لأن ذلك إخلال بمبدأ المخاطرة في المضاربة الذي يميزها عن غيرها من المعاملات الربوية الأخرى حيث يسترد المودع أو المستثمر ماله وزيادة عليه وهي ما يُطلق عليه الفائدة.
3. أجاز المجلس أن يضارب المضارب بجزء من رأس مال المضاربة وليس بكل المال كما فعلت شركة PG Municipal وبذلك تكون الشركة قد خالفت تعليمات الهيئة.

إذا تأملنا مبدأ " المضارب يضارب " - غير رب المال بالطبع - نجد ما يلي :

1. تخلَّت الشركات التي ضاربت غيرها بمال المضاربة عن دورها التي يجب أن تضطلع به وهو المضاربة وأوكلت إلى غيرها القيام بهذا الدور نيابة عنها، وبالتالي حَرَج المضارب عن كونه مضارباً بالمال بدفعه إلى غيره.

2. تحولت هذه الشركات ( المضارب ) - بمضاربة غير رب المال - من مضارب إلى وسيط بين

<sup>69</sup> Securities Commission, *op. cit.*, p. 43.

أرباب الأموال والمضارب الثاني وهو الدور الذي تؤديه المصارف التقليدية حيث تقتض من البعض بنسبة معينة وتقرض البعض الآخر بنسبة أعلى وتحصل هي على الفرق بين النسبتين. ذلك لأن هذه الشركات ضاربت غير رب المال بمجرد أن حصلت على المال منه وأصبحت هي رب المال ثم حصلت على نصيبها من الربح من المضارب الثاني وأعطت رب المال نصيبه من الربح، وهذا بالضبط ما تقوم به المصارف التقليدية.

ورد في قرارات المجلس الاستشاري الشرعي بهيئة الأوراق المالية الماليزية ما يؤيد ذلك :

“ Past Islamic jurists also delved on the issue of *mudharabah* capital guarantee in the context of *mudharib yudharib*. The *mudharib* invests the capital received from *rab al-mal* to another party. In other words, the *mudharib* acts as an **intermediary** between the first *rab al-mal* and the actual entrepreneur. “<sup>70</sup>

" بحث الفقهاء السابقون قضية ضمان رأس مال المضاربة في حالة المضارب يضارب. يستثمر المضارب رأس المال حال استلامه من رب المال مع طرف آخر. بعبارة أخرى فإن المضارب يعمل كوسيط ( واسطة ) بين رب المال الأول والمضارب الحقيقي. "

تأمّل كلمة "كوسيط أو واسطة"، وكلمتي "والمضارب الحقيقي" ( المضارب الثاني ).

يؤيده أيضاً ما ورد عن مسئول في شركة Cagamas تحت عنوان " Role of Cagamas " يبين دور الشركة :

“ Intermediate between primary lenders of housing loans / debt facilities and bond investors. “<sup>71</sup>

" تتوسط الشركة بين المقرضين الرئيسيين لقروض الإسكان والديون والمستثمرين. "

عرّف وان عبد الرحيم المضاربة على النحو الذي يؤكد أن المضارب وحده يعمل دون غيره :

<sup>70</sup> *Ibid.*, same page.

<sup>71</sup> Mahdi Mohammad Ariffin, ( 1998 ), *Islamic Asset-Backed Securities Cagamas Mudharabah Sanadat*. ( Kuala Lumpur Securities Commission ), p. 4.

" A contract made between two parties to finance a business venture. The parties are *rab al-mal* or investor that solely provides the capital, and the *mudharib* or entrepreneur that **solely** manages the project. " <sup>72</sup>

" عقد بين طرفين لتمويل مشروع تجاري. الطرفان هما : رب المال الذي يقدم المال وحده، والمضارب أو المتعهد أو الملتزم الذي يعمل أو يدير المشروع وحده. "

#### 4.2.2.6 الصكوك والدين

صكوك المضاربة في بعض الشركات التي شملها البحث أشبه ما تكون بأسناد الدين التي تصدرها بعض الشركات لتمويل مشاريعها، والتي تثبت معها فائدة ثابتة للمقرضين.

ورد بشروط إصدار Cagamas ما يلي:

" Cagamas issues **debt** securities to finance company's operations from the primary lenders namely : commercial banks, finance companies, the government and selected corporations. " <sup>73</sup>

" تصدر Cagamas سندات دين لتمويل مشاريعها من البنوك التجارية وشركات التمويل والحكومة ومؤسسات أخرى. "

تجد هذا واضحاً بشروط شركة PG Municipal حيث ورد بها ما يلي:

" The issuer shall not give any guarantees or incur **debt** other than the **debt** under the transaction. " <sup>74</sup>

" لن يقدم مصدر الصكوك أي ضمان إلا للدين قيد المعاملة. "

يدل على ذلك ويؤكد اللفظ الوارد في نشرة الإصدار " دين ". إن دل هذا على شيء فإنما يدل على أن صكوك المضاربة في هذه الشركة ما هي إلا صكوك قرض لأن القرض - لا القراض - هو الذي يُضَمَّن من

<sup>72</sup> Wan Abdul Rahim, *op. cit.*, p. 24.

<sup>73</sup> www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, principal Activities, p. 1.

<sup>74</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p. 22.



المقترض. ليس أدل على ذلك مما صرح به محمد داود بكر حيث قال :

" تتجه الصكوك الماليزية نحو توريق مُهَجَّن " التصكيك " من أجل إصدار سندات قبض وسندات أخرى تستند إلى الموجودات مجتمعين. نستطيع في أعقاب المعايير التي حددتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إصدار الصكوك عبر الجمع بين سندات القبض بنسبة % 70 والموجودات بنسبة % 30 وذلك يُمكنُ المستثمرين من التداول في السوق دون مواجهة مشكلة التداول بالدين. " <sup>75</sup>

ماذا ورد بالمعايير التي أصدرها المجلس الشرعي بمهئية المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عن

المعاملات ذات الصلة بالدين ؟ ورد فيها ما يلي :

" The *Shariah* Board advises Islamic financial institutions to decrease involvements in debt-related operations and to increase partnerships based on profit and loss sharing in order to achieve the objectives of *Shariah*. " <sup>76</sup>

" ينصح المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تقلل من المعاملات ذات الصلة بالدين و أن تكثر من المعاملات المبنية على أساس المشاركة الحقيقية وعلى الاشتراك في الربح والخسارة بذلك تحقق مقاصد الشريعة. "

### 4.2.3 تصنيف الشركات التي شملها البحث

حصلت شركتان من الشركات الثلاث على مرتبة عالية من وكالتين أو هيئتين من وكالات أو هيئات التصنيف. حصلت الصكوك بشركة Cagamas على تصنيف AAA و P1 من وكالة RAM، بينما حصلت نفس الصكوك على تصنيف AAA و Mark1 من وكالة MARC، بينما حصلت الصكوك في شركة PG Municipal على ( Indicative ) AAA من وكالة RAM. لم أعتز على تصنيف للصكوك <sup>77</sup>

<sup>75</sup> محمد داود بكر، 2008-1-5، [www.alaswaq.net](http://www.alaswaq.net)

<sup>76</sup> [www.aaofi.com/\\_sb\\_](http://www.aaofi.com/_sb_), resolutions, op. cit., p. 4.

<sup>77</sup> قد يسأل سائل : ما علاقة تصنيف هيئات التصنيف بموضوع البحث؟ الإجابة : قد يسأل سائل آخر : إذا كان الأمر كذلك، لماذا لم توافق الصكوك في ماليزيا المضاربة الشرعية؟ لذلك كان إضافة هذا الجزء إلى البحث ضرورة حتى يتضح الأمر في أذهان القراء.

لهذه الشركة من الوكالة الثانية. لم أعر على تصنيف للصكوك لشركة Manfaat Tetap من الوكالتين.  
السؤال الذي يطرح نفسه الآن : هل أُحَدَّ الجانب الشرعي في الحسابان عند تقييم وتصنيف هذه الصكوك؟  
قمت بزيارة للموقع الالكتروني لكلا الوكالتين. حصلت على ما يلي :

أولاً : بخصوص وكالة RAM لم أعر على أي معايير شرعية يتم بناءً عليها تقييم الصكوك.<sup>78</sup>

ثانياً : بخصوص وكالة MARC لم يكن الجانب الشرعي ضمن المعايير التي وضعتها الوكالة كأساس  
لتصنيف الصكوك. كان التقييم بناءً على أسس ومعايير أخرى.

من ناحية أخرى، كان الجانب الشرعي واضحاً بها، لكن على نحو مختلف. ورد ما يلي :

" AAOIFI's February 2008 pronouncement on *sukuk* has far-reaching implications for the structuring of *Syariah-compliance sukuk* as well as the rating approach for future structures. " <sup>79</sup>

" إن قرارات الهيئة التي صدرت في فبراير 2008 ستكون لها آثار واضحة على هيكله الصكوك طبقاً  
للشريعة وعلى تقييم الصكوك مستقبلاً."

هذا إقرار ضمني من الوكالة بأن تقييمها للصكوك سيكون مختلفاً عما هو عليه الآن لو أصدرت الهيئة  
قراراتها قبل التقييم. ورد كذلك ما يلي :

" *Syariah-compliance* is fundamental to the issuance of *sukuk* and sets the issuance of Islamic Capital Market instruments apart from conventional debt instruments." <sup>80</sup>

" إن الامتثال للشريعة أمر أساسي لإصدار الصكوك، فهي تجعل إصدار الأدوات الإسلامية  
في سوق رأس المال بعيداً عن الأدوات التقليدية وأدوات الدين."

<sup>78</sup> www.ram.com.my/ ram ratings, criteria & methodology, January, 2010.

<sup>79</sup> www.marc.com.my/ rating methodologies, rating approach to *sukuk*, 2010, p.4.

<sup>80</sup> *Ibid.*, same page.

ورد كذلك بوكالة MARC :

" Earlier forms of *sukuk* behaved more or less like conventional fixed income instruments." <sup>81</sup>

" كانت الصكوك في وقت سابق تشبه بشكل أو بآخر أدوات الدخل الثابت التقليدية." <sup>82</sup>

ورد أيضاً :

" With the growing maturity of the Islamic finance sector, greater acceptance of the true spirit of Islamic finance and the momentum created by AAOIFI's pronouncement, MARC is confident that future *sukuk* issuances will promote more equitable sharing of risk between the *sukuk* investors and the borrower." <sup>82</sup>

" مع التطور المستمر في قطاع الخدمات المالية الإسلامية، وزيادة قبول الروح الحقيقية للتمويل الإسلامي، والقوة الدافعة التي أحدثتها بيان هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، فإن MARC واثقة من أن إصدار الصكوك في المستقبل سيكون أكثر إنصافاً، وسيكون هناك تقاسم للمخاطر بين المستثمرين في الصكوك والمقترض." <sup>83</sup>

في قولهم " إن إصدار الصكوك في المستقبل سوف يكون أكثر إنصافاً، ويكون هناك تقاسم للمخاطر بين المستثمرين في الصكوك والمقترض " دليل على أمرين أولهما : لم يكن بالإصدار السابق كثير من الإنصاف للمستثمر بالطبع. ثانيهما : استخدمت الوكالة كلمة " مُقترض " وليس " مضارب " أو عامل كطرف ثانٍ مقابل رب المال، وهذا يعزز ما سبق أن قلته أن الصكوك في ماليزيا ما هي إلا قروض اقترضها المضارب ليقوم بسدادها حينما يكون ذلك مُتاحاً. ورد أيضاً :

" Reflecting this view, the domestic regulatory framework for the issuance Islamic securities in Malaysia requires the appointment of *Syariah* advisers to advise on all aspects of Islamic securities and to ensure compliance with applicable *Syariah* principles and relevant resolutions and rulings made by the Securities Commission's *Syariah* Advisory Council." <sup>83</sup>

<sup>81</sup> *Ibid.*, p. 12.

<sup>82</sup> *Ibid.*, same page.

<sup>83</sup> *Ibid.*, same page.

" حتى تتحقق هذه الفكرة ( الامتثال للشريعة ) فإن الإطار التنظيمي الداخلي لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا يتطلب تعيين مستشارين شرعيين لتقديم المشورة بشأن جميع جوانب الأوراق المالية حتى نضمن الامتثال الكامل لمبادئ الشريعة والقواعد والقرارات ذات الصلة التي تصدر عن المجلس الاستشاري الشرعي بهيئة الأوراق المالية الماليزية."

هذا عين الصواب حيث تقوم هيئات الرقابة الشرعية بدورٍ غاية في الأهمية في ضبط ممارسات المؤسسات المالية الإسلامية وفق أحكام الشريعة الإسلامية. تُعدُّ هذه الهيئات أحد الدعائم الأساسية في المؤسسات المالية الإسلامية. يعي الجميع الدور الأساس للمستشارين الشرعيين في ماليزيا. الدليل على ذلك ما يلي :

" *Shariah Adviser supervises and oversees the issuance and handling of Islamic securities from issuance to maturity, ensuring that Shariah principles are embedded in every operational aspect of the securities.*"<sup>84</sup>

" يشرف المستشار الشرعي على إصدار وتداول الأوراق المالية ويراقبها بدايةً من مرحلة الإصدار حتى مرحلة تاريخ الاستحقاق، مع التأكيد على أن مبادئ الشريعة مُطبَّقة في كل مرحلة من المراحل التي تمر بها الأوراق المالية. "

وأيضاً :

" The participation and contributions from *Shariah* advisers are critical to the the continued success and further development of the ICM. Advisers shoulder heavy responsibilities and accountability, not only to the management of these institutions and to the public, but also above all to *Allah*, the legislator of the divine laws."<sup>85</sup>

" إن مشاركة وإسهام المستشارين الشرعيين مهمة لنجاح مستمر ومزيد من التطور لسوق المال الإسلامي. يقع على عاتق هؤلاء المستشارين تحمل مسؤوليات ومهام جسام ليس فقط تجاه إدارة المؤسسات أو العامة من الناس، ولكن أمام الله تعالى مشرع القوانين الإلهية. "

تبين - مما سبق ذكره - أن صكوك المضاربة في ماليزيا تتفق مع بعض أسس وخصائص المضاربة الشرعية.

لا يكفي هذا لاعتبارها موافقة لها. تبين - كذلك - أنها لا تتفق مع أهم هذه الأسس وتلك الخصائص.

<sup>84</sup> Islamic Banking and Finance Institute Malaysia, ( 2008 ), **Malaysian Sukuk Market Handbook**. ( Kuala Lumpur : Ram Rating Services Berhad in association with Am investment Bank Berhad, CIMB Islamic Bank Berhad & Kuwait Finance House ( Malaysia ) Berhad. ), p. 117.

<sup>85</sup> *Ibid.*, p. 120.

تبين أنها لا تتفق مع أسس عقد القراض بل تتفق مع أسس عقد القرض.

إذا أردنا ترتيب الشركات التي شملها البحث من حيث موافقتها للمضاربة الشرعية نجد أن شركة Cagamas

في المرتبة الأولى تليها Manfaat Tetap ثم PG Municipal للأسباب التالية :

1. رغم أن Cagamas تعهدت - مثل غيرها - برد رأس المال كاملاً عند انتهاء المضاربة إلا أنها احتاطت

وعلقت حدوث هذا الأمر على ألا يكون برأس المال نقص ( أي في حال الخسارة ).<sup>86</sup>

2. لم تضارب Cagamas غير رب المال بمال المضاربة كما فعلت الشركتان الأخريان.

3. لم يتم إطفاء الصكوك بالتدريج في شركة Cagamas كما حدث في الشركتين الأخريين، وبالتالي

سيحصل أرباب الأموال على ما ينتج عن المضاربة من أصول.

4. ضاربت شركة<sup>87</sup> Manfaat Tetap بجزء من رأس مال المضاربة - كما أجازت هيئة الأوراق المالية

الماليزية - وليس به كله كما فعلت شركة PG Municipal.<sup>88</sup>

5. لم تحدد شركة Manfaat Tetap نسب الأرباح ( الدخول ) التي سيتم توزيعها على أرباب الأموال ولم

تعد جداول لهذا الغرض كما فعلت شركة Cagamas<sup>89</sup> وشركة PG Municipal.<sup>90</sup>

6. أصدرت شركة PG Municipal الصكوك بسعر الخصم ( Discount Price )<sup>91</sup> وهو يساوي في المعنى

سعر الفائدة أو معدل الفائدة وهو يعني ضمان الربح. لم تفعل الشركتان الأخريان ذلك.

7. تم خصم تكلفة إصدار الصكوك في شركة Cagamas<sup>92</sup> بينما لم يحدث ذلك في الشركتين الأخريين.

<sup>86</sup> www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, redemption, ( issue date : 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 2.

<sup>87</sup> www.sc.com.my/ Manfaat Tetap, PTC, *op. cit.*, p. 17.

<sup>88</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p. 5.

<sup>89</sup> www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, coupon, ( All issuances except that of 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 3.

<sup>90</sup> www.sc.com.my/ PG Municipal, PTC, *op. cit.*, p. 7.

<sup>91</sup> *Ibid.*, same page.

<sup>92</sup> www.sc.com.my/ Cagamas, PTC, *op. cit.*, utilization of proceeds, ( Issue date : 26<sup>th</sup> February 2002 ), p. 3.