



## تطور نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة حالة الكويت

### DEVELOPMENT OF ISLAMIC STOCK MARKET ACTIVITY - KUWAIT CASE STUDY

براهمي زرزور<sup>1\*</sup>، - جامعة العربي التبسي- تبسة (الجزائر)، [zarzour.brahmi@univ-tebessa.dz](mailto:zarzour.brahmi@univ-tebessa.dz)،  
حفيظ عبد الحميد<sup>2</sup> - جامعة العربي التبسي- تبسة (الجزائر)، [abdlhamid.hafid@yahoo.fr](mailto:abdlhamid.hafid@yahoo.fr)

تاريخ الاستلام : 2019/11/30 ؛ تاريخ المراجعة : 2020/02/03 ؛ تاريخ القبول : 2020/04/27

#### الملخص

تتبع أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية من الدور الذي تلعبه في عملية النمو والتطور الاقتصادي، كما أن التعاملات غير الربوية في هذه السوق تؤثر إيجابيا على نتائج هذا النمو والتطور، إن أساس السوق أوراق المالية الإسلامية هو التعامل بالأسهم والصكوك الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ تناولت الدراسة مدى تطور نشاط سوق الأوراق المالية في الكويت من خلال عرض تحليلي لأهم مؤشرات هذه السوق.

خلصت الدراسة إلى أن التجربة الكويتية تعد ناجحة في التعامل بسوق الأوراق المالية، إذ أنها لعبت دورا تمويليا خاصة أن المستثمرين يفضلون على مستوى هذه السوق التعامل والاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وخاصة منها شركات قطاع النفط والغاز وشركات قطاع الاتصالات وشركات قطاع البنوك، أي أن التعامل يسعى لخلق أدوات استثمارية حلال تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وهو ما يفترض أن يكون عليه الحال في جميع المجتمعات الإسلامية حتى تؤدي هذه السوق دورها بشكل فعال وشامل والمتمثل أساسا في جمع الفوائض وتوجيهها إلى أصحاب العجز.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية؛ الصكوك؛ الأسهم؛ المضاربة؛ الإجارة.

تصنيف JEL: G10، G11، G14.

#### Abstract :

The importance of the Islamic securities market stems from the role it plays in the process of growth and economic development. The interest transactions in this market positively affect the results of this growth and development. The basis of the Islamic securities market is dealing with equities and Islamic sukuk compliant instruments . The study dealt with the development of the activity of the stock market in Kuwait through an analytical presentation of the most important indicators of this market.

The study concluded that the Kuwait experience is successful in dealing with the stockmarket, as it played a financing role, especially that investors prefer at the level of this market to deal and invest in securities of companies operating in accordance with the provisions of Islamic law, especially oil and gas companies and telecommunications companies and banking companies, the client seeks to create investment tools Halal compliant with the principles of Islamic law, which is supposed to be the case in all Islamic societies so that this market plays its role effectively and comprehensively.

**Keywords :** stock market; sukuk; stocks; speculation; ijarah.

**JEL classification :** G10 ،G11 ،G14.

\*براهمي زرزور [zarzour.brahmi@univ-tebessa.dz](mailto:zarzour.brahmi@univ-tebessa.dz)

## مقدمة

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال الحلال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد أهم الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع الإسلامي. وقد باتت أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الوقت الراهن تؤدي دورا هاما في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعرف توجه إسلامي خاصة مع فيض السيولة الذي عرفه المجتمع الإسلامي بفضل الطفرة النفطية الأخيرة، وانتشار الوعي الاستثماري الذي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. فقد أصبحت هذه الفوائض التي يستقطبها سوق الأوراق المالية الإسلامية، تعتمد على تمويل نشاط القطاع الاقتصادي الخاص والعام على حد سواء، وتطوير وتنويع القاعدة الإنتاجية بشكل يكفل تحقيق النمو المتواصل للاقتصاد، بالإضافة للمساهمة في جذب الاستثمار الأجنبي الذي يبحث عن البيئة النقية.

إشكالية الدراسة: يمكن صياغة إشكالية الدراسة في التساؤل الآتي:

### كيف يتطور نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية - سوق الأوراق المالية الإسلامية الكويتية نموذجا؟

#### أهداف الدراسة:

■ التعرف على سوق الأوراق المالية الإسلامية أكثر وبشكل مفصل، والأدوات المتداولة فيها ومدى مساهمتها في تنشيطها وتحقيق النمو الاقتصادي؛

■ إبراز مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية ومختلف أقسامها والأدوات المتداولة فيها بمختلف أصنافها؛

■ تناولت الدراسة تطور نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية في الكويت بشيء من التفصيل.

#### محاور الدراسة:

■ ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية؛

■ أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية؛

■ تحليل نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية في الكويت.

#### ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتم التعرض إلى تعريف وأهم الجوانب الخاصة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال مايلي:

#### 1.1 تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية

- تعرف سوق الأوراق المالية منطلق وضعي على أنها: "سوق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية متوسطة وطويلة الأجل"<sup>1</sup>.

- كذلك تعرف بأنها: سوق تتعقد في مكان معين للتعامل ببيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية وفقا لقواعد خاصة بكل سوق<sup>2</sup>.

- كما عرفت أيضاً بأنها سوق تتعقد وفق آليات وقواعد للتعامل، لبيع وشراء مختلف الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة بشكل يسهم في تسيير الخطر<sup>3</sup>.

- أما سوق الأوراق المالية الإسلامية يمكن تعريفها على أنها تلك السوق التي تصدر فيها الأوراق المالية السليمة للشركات التي تتعامل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، وذلك بقيمة اسمية محددة ليتم تداولها بين المتعاملين بالقيمة السوقية - بيع

وشراء - ووفق ضوابط شرعية، على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسية المباشرة التي ينساب عن طريقها المال الحلال، بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيتها للمجالات الاستثمارية التي تتوافق مع مبادئ الشريعة، والتي يكون الاقتصاد فيها

بحاجة إليها لتطوير البنية الاقتصادية للمجتمع الإسلامي وضمان المحافظة على عنصر السيولة فيه.

#### 1.2 ضوابط سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتوفر سوق الأوراق المالية الإسلامية على جملة من الضوابط الشرعية، والتي تعتبر بمثابة القواعد والأسس الكلية التي تحكم المعاملات المالية فيها، والمستمدة أساسا من مصادر الشريعة الإسلامية. ومن أهم هذه الضوابط ما يلي:<sup>4</sup>

- الأصل في المعاملات الإباحة لقول الله تبارك وتعالى: "هُوَ الَّذِي خَلَقَ لَكُمْ مَا فِي الْأَرْضِ جَمِيعًا ثُمَّ اسْتَوَىٰ إِلَى السَّمَاءِ فَسَوَّاهُنَّ سَبْعَ سَمَاوَاتٍ ۚ وَهُوَ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ"<sup>5</sup>.

- لا تحريم إلا بنص صريح في الكتاب والسنة النبوية أو إجماع جمهور الفقهاء لقوله تعالى: "وَمَا لَكُمْ أَلَّا تَأْكُلُوا مِمَّا ذُكِرَ اسْمُ اللَّهِ عَلَيْهِ وَقَدْ فَصَّلَ لَكُمْ مَا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ إِلَّا مَا اضْطُرِرْتُمْ إِلَيْهِ ۗ وَإِنَّ كَثِيرًا لَيُضِلُّونَ بِأَهْوَاءِهِمْ بِغَيْرِ عِلْمٍ ۗ إِنَّ رَبَّكَ هُوَ أَعْلَمُ بِالْمُعْتَدِينَ"<sup>6</sup>.

- عدم تحريم ما أحل الله وإحلال ما حرمه من معاملات مالية، عملا بقوله تعالى: "قَدْ خَسِرَ الَّذِينَ قَتَلُوا أَوْلَادَهُمْ سَفَهًا بِغَيْرِ عِلْمٍ وَحَرَّمُوا مَا رَزَقَهُمُ اللَّهُ افْتِرَاءً عَلَى اللَّهِ ۗ قَدْ ضَلُّوا وَمَا كَانُوا مُهْتَدِينَ"<sup>7</sup>. وقول رسول الله ﷺ: "أن الله فرض فرائض فلا

تضيوعها، وحد حدودا فلا تعتدوها، وسكت عن أشياء رحمة لكم غير نسيان، فلا تبحثوا عنها"<sup>8</sup>

- عدم الإقبال على المعاملات المالية الطيبة بالوسائل الخبيثة، حتى وإن كان الهدف من ذلك فعل الخيرات لقول رسول الله ﷺ: "أبها الناس إن الله تعالى طيب لا يقبل إلا طيبا"<sup>9</sup>، وقوله ﷺ أيضا "إن الله عز وجل لا يقبل صلاة بغير طهور، ولا صدقة من غلول"<sup>10</sup>.

- التعامل وفق النية الصالحة لأنها تنقل المعاملات المالية من دائرة الخبث إلى دائرة الطاعة، حتى لا يحبط العمل الذي قد يكون ظاهره العبادة وباطنه غير ذلك، عملا بقول رسول الله عليه وسلم: "إنما الأعمال بالنيات ولكل امرئ ما نوى فمن

كانت هجرته إلى الله ورسوله فهجرته إلى الله ورسوله ومن كانت هجرته لدنيا يصيبها أو امرأة يتزوجها فهجرته إلى ما هجر إليه<sup>11</sup>.

- التعاون في المتفق عليه والتسامح في المختلف فيه واحترام الرأي الآخر، وعدم جعل المسائل الخلافية أكبر همنا ومبلغ علمنا.

- التوثيق وإثبات العقود لحفظ الحقوق، لقوله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ۚ وَلْيَكْتُب بِيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ ۚ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ ۚ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا"<sup>12</sup>.

- التراضي بين أطراف المعاملة المالية لكونه ركنا من أركان صحة التعامل، والتراضي هنا لا يعني إحلال ما حرم الله وتحريم ما أحل الله.

- عدم الفصل بين القيم الأخلاقية والمعاملات المالية في المنهج الإسلامي، والتي تتمثل أساسا في الأمانة، الصدق، عدم الغش، تجنب مظاهر الاحتكار والتحلي بأخلاق التسامح والسماحة لقول رسول الله عليه وسلم: "رحم الله عبدا سمحا إذا اشتري، سمحا إذا قضى، سمحا إذا اقتضى"<sup>13</sup>.

### 1.3. خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

من خلال الضوابط السابقة الذكر فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية لا بد أن تتوفر فيها جملة من السمات تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، وهي:<sup>14</sup>

- سوق الأوراق المالية الإسلامية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى لكون التعامل والدخول إليها يتطلب التحلي بقيم وأخلاق مستمدة من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة.

- يتطلب سوق الأوراق المالية الإسلامية هي الأخرى وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة، وخلق ديناميكية للتعامل تكفل بتطوير هذه السوق وفق مستلزمات الشريعة الإسلامية.

- يتم التداول في هذه السوق بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب. والمنافسة التامة وفقا لمبدأ الشرع فإنها تمنع بأي شكل وجود قوى احتكار لقول رسول الله (ص): "الجالب مرزوق والمحتكر ملعون" وذلك لما فيه من جشع وطمع وسوء خلق وتضييق على الناس.

- سوق الأوراق المالية الإسلامية تقوم على مبدأ العدالة السوقية التي تنطلق من مفهوم المساواة بين المتعاملين من حيث الفرص الاستثمارية والقدرة على تحقيق الربحية، وقد دعا الإسلام منذ بزوغ فجره إلى إضفاء هذا المبدأ في ترتيب العلاقة بين الأفراد وهو ما ورد في قوله تعالى: "وَلَا تَطْرُدِ الَّذِينَ يَدْعُونَ رَبَّهُمْ بِالْغَدَاةِ وَالْعَشِيِّ يُرِيدُونَ وَجْهَهُ ۚ مَا عَلَيْكَ مِنْ حِسَابِهِمْ مِنْ شَيْءٍ وَمَا مِنْ حِسَابِكَ عَلَيْهِمْ مِنْ شَيْءٍ فَتَطْرُدَهُمْ فَتَكُونَ مِنَ الظَّالِمِينَ"<sup>15</sup>.

- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال وسطاء ذوي علم وخبرة في الشؤون المالية، وذلك عملا بما جاء في كتاب الله عز وجل بقوله: "قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ ۖ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ"<sup>16</sup>. كما يقول أيضا في هذا الصدد ابن قيم الجوزية: "إن العلم المفروض تعلمه منه ما هو فرض عين لا يسع مسلما جهله"<sup>17</sup>.

- سوق الأوراق المالية الإسلامية تتميز أيضا بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات. الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية يتطلب توفير المعلومات اللازمة والصادقة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة. وذلك عملا بأحكام الشرع الذي ينص على الصدق، والأساس في ذلك لقوله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ"<sup>18</sup>.

- يقوم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية على مبدأ الأمانة، الذي لا ينفصل عن القيم الأخلاقية التي يجب أن تتوفر في المعاملات، والتي تبعد التعامل فيها عن كل مظاهر الإجحاف الغش والتدليس وجلب المفساد، ولقوله تعالى: "إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا وَإِذَا حَكَمْتُمْ بَيْنَ النَّاسِ أَنْ تَحْكُمُوا بِالْعَدْلِ ۚ إِنَّ اللَّهَ نِعِمَّا يَعِظُكُمْ بِهِ ۚ إِنَّ اللَّهَ كَانَ سَمِيعًا بَصِيرًا"<sup>19</sup>.

- سوق الأوراق المالية الإسلامية تتوفر على قدر كافي من الأمن والأمان، والذي يقصد بهما توفير الحماية اللازمة للمستثمرين من كل مظاهر الضرر، وحماية السوق من كل الممارسات غير الأخلاقية كالغش والنجش الذي حذر منهما الرسول (ص) بقوله: "من غشنا فليس منا"<sup>20</sup>، وقوله (ص): "ثلاثة لا يكلمهم الله يوم القيامة، ولا ينظر إليهم ولا يزكهم ولهم عذاب أليم المنان، والمسبل إزاره، والمنفق سلعته بالحلف الكاذب"<sup>21</sup>.

- تخلو سوق الأوراق المالية الإسلامية من الغرر في التعامل<sup>22</sup>، والغرر هو كل معاملة مجهولة العاقبة، كجهالة الثمن أو السلعة كبيع الأوراق المالية دون الاتفاق على أسعارها، أو بيع الأوراق المالية دون تحديد طبيعتها وكميتها، وقد روي عن الرسول (ص): "أنه نهى عن بيع الغرر"<sup>23</sup> كبيع النوى في التمر.

- سوق الأوراق المالية الإسلامية ترفض كل مظاهر المضاربة المفرطة<sup>24</sup> والقمار، فهما ينطلقان من فكرة الربح الناتج عن لعبة الحظ، وقد حرم الإسلام من هذه الممارسات بقوله تعالى: "يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ ۚ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا أَكْبَرُ مِن نَّفْعِهِمَا ۚ وَيَسْأَلُونَكَ مَاذَا يُنْفِقُونَ قُلِ الْعَفْوَ ۚ كَذَلِكَ بَيِّنَ اللَّهُ لَكُمْ الْآيَاتِ لَعَلَّكُمْ تَتَفَكَّرُونَ"<sup>25</sup>.

- يخلو التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية من الربا، الذي يمكن أن يقتصر بدفع العوائد نتيجة تأجيل دفع مبلغ أو سداد قيمة أوراق مالية، وقد حرمه الإسلام بقوله تعالى: "الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ"

الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلَ الرِّبَا ۗ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ ۗ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ<sup>26</sup>.

#### 4-1 . متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية

لا تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث متطلبات إنشائها عن أسواق الأوراق المالية الأخرى، وذلك حتى تتمكن من تأدية الدور المنوط بها، وهو جمع الادخار وتوجيهه للاستثمار، وكذلك تحقيق الاستقرار لزيادة حجم التعامل وجذب متعاملين بشكل مستمر، ومن هذه المتطلبات يوجد:<sup>27</sup>

- ضرورة توفر فلسفة اقتصادية واضحة لا تتنافى مع مبدأ الشريعة الإسلامية وتنطلق من منهاج الكتاب والسنة، قادرة على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والكفاءة التنظيمية، وتؤمن بأهمية دور جميع القطاعات (بما فيها القطاع الخاص) في عملية التنمية وتنشيط الدورة الاقتصادية.
- توفير مناخ صالح وجيد للاستثمار قائم على عامل الثقة، الصدق والأمانة بشكل يضيفي التنظيم، المرونة وبساطة الإجراءات ويشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة تتعامل بالحلال، على المستوى المحلي أو الدولي وفي إطار الشراكة.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، في مقابل وجود طاقة استيعابية معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من خلال توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول.
- وجود وعي ادخاري في أوساط الجمهور ينطلق من منطلق أخلاقي قيمى، يسمح بتخصيص جزء من المداخل على أوجه استثمارات مختلفة، بما فيها الاستثمار في الأوراق المالية الذي يكفل تغطية طلب وحدات العجز. ويمكن قياس هذا الأداء من خلال حجم الادخار ونسبته للنتائج الوطني.
- زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية.
- وجود مؤسسات مالية ومصرفية إسلامية تؤدي خدمات مصرفية تقليدية وحديثة تقوم على مبدأ الابتكار وصناعة التمويل، لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية، فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الغير.
- تنوع الأوراق المالية النقية والصكوك ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان التوسع والفاعلية للسوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة، والتي تتماشى مع مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم الإسلامية، لدرجة تجعلهم يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية، بالإضافة إلى إعطاء السوق درجة حركية عالية مع تقليص المخاطر.
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن مستمد من الشريعة الإسلامية، قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.
- وضع روابط وروابط شرعية تكون بمثابة تنظيمات إدارية تحد من عمليات المضاربة المفرطة على الأوراق المالية المتداولة في السوق، والتي تهدد الوضع المالي للبلاد، وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عاملا من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة.

#### 5-1 . أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية

لا تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية في أقسامها عن السوق التي تسير وفق قوانين وتشريعات وضعية، فهي أيضا تتكون من سوقان فرعتان متكاملتان فيما بينهما يسيران وفق ضوابط شرعية لا تتنافى مع مبدأ الشريعة الإسلامية، ويمكن التمييز بينهما على أساس طبيعة العمل أو طبيعة العمليات، وهذان السوقان هما:<sup>\*</sup>

- السوق الفورية أو الحاضرة؛ - السوق الأجلة.

أ- **السوق الفورية أو الحاضرة:** وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين. وتنقسم الأسواق إلى سوقان هما:

- **السوق الأولية:** يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل.<sup>28</sup> وتعرف أيضا السوق الأولية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، فهي قناة يمكن من خلالها لكل مستثمر تحويل السيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة، وهي السيولة ذات الدرجة الثانية التي يمكن من خلالها تحقيق عائد.
- **السوق الثانوية:** يتم على نطاقها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية - وذلك ما جعل البعض يسميها سوق صفقات اليد الثانية، فهي تتيح إمكانية تسهيل الأوراق المالية النقية والحلال التي تعتبر بمثابة أصول متوسطة وطويلة الأجل، والمتدخل فيها يمكن أن يحقق عوائد خاصة منها الناتجة عن فوارق أسعار شراء وبيع الأوراق المالية بشكل يكفل الاستمرارية والحركية. ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:
- **السوق المنظمة:** وتعرف أيضا هذه السوق بالبورصة، وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية والتي يفترض أن لا تتنافى مع مبدأ الشريعة الإسلامية. وتتم عمليات التداول فيها من خلال نظام المساومة في مكان مخصص لذلك يسمى المقصورة. والهدف من تنظيم هذه السوق هو حماية المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية النقية والحلال.

○ السوق غير المنظمة: السوق غير المنظمة هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق التراضي، فهذه السوق ليس لها نظام رسمي معتمد من جهة رسمية يحكم التعامل فيها غير التقيد بالوازع الديني والأخلاقي، وفي أغلب الأحيان هذه السوق لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول. وتتألف هذه السوق عادة من شبكة اتصالات إلكترونية موصلة إلى أماكن مختلفة، مما يميزها عن السوق المنظمة بسهولة التعامل فيها وتجنب كثير من القيود. تزدهر صفقات السوق غير المنظمة كلما كانت البلاد تتوفر على أسواق الأوراق المالية المتطورة.<sup>29</sup>

## ب- السوق الآجلة

هذه السوق تتوفر على فاصل زمني بين تاريخ إبرام عقد صفقة شراء أو بيع الأوراق المالية وتسليمها، ففي هذه السوق يتم عقد العمليات مباشرة ولكن تؤجل فيها تسليم الأوراق المالية لموعد لاحق، لذلك فهذه السوق حتى تتوافق مع مبدأ الشريعة الإسلامية يستلزم الأمر التمليك والتملك للأوراق محل التعاقد فيها عملاً بقول رسول الله ﷺ: "من ابتاع طعاماً فلا يبيعه حتى يقبضه" والتسديد الحالي، كما أن هذه السوق لا بد أن يبتعد التعامل فيها عن التعقيد والضبابية وعدم الوضوح. وتنقسم السوق الآجلة إلى سوقين فرعيين تختلفان باختلاف العقود المبرمة فيها والتي لا بد أن تتوافق مع مبادئ الشرع:

- أسواق حقوق الاختيار: وهي السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية بشكل يؤجل فيه التسليم لوقت لاحق مع إعطاء البائع أو المشتري حق التروي والتحري اختيار إتمام البيع أو الشراء من عدمه.
- أسواق العقود المستقبلية: تعطي العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، مع تسديد الثمن حالاً، كما أن المشتري لا يتصرف في الأوراق حتى استلامها.

## 2. الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن التصنيف بين عدة أنواع من الأوراق المالية بالإمكان تداولها على مستوي سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهي:

### 1.2. الأسهم

سيتم تناول الأسهم في هذا الصدد، من خلال الآتي:

- أ- **تعريف الأسهم:** لقد وردت العديد من تعريفات الأسهم، يمكن ذكر البعض منها من خلال الآتي:
  - تعرف الأسهم على أنها "حصة أو نصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزء من رأس مال الشركة، ووسيلة لإثبات حقوقه في الشركة".<sup>30</sup>
  - كما تعرف أيضاً على أنها ورقة مالية متفاوض عليها، تدل على جزء من رأس مال الشركة، وهي ذات دخل متغير يتغير تبعاً لتوزيعات أرباح الشركة، وتعتبر من الأوراق المالية ذات المخاطر.<sup>31</sup>
- فمن خلال التعريفين السابقين ووفق منظور شرعي، يمكن تعريف الأسهم التي يجب تداولها في سوق الأوراق المالية الإسلامية على أنها صكوك ملكية، قابلة للتداول تثبت لصاحبها الحق في ملكية صافي أصول الشركة ذات رأس المال المشروع، فهي تعطي الحق في الحصول على حصة من الأرباح التي تم تحقيقها الشركة أو تحمل خسارة وفق مبدأ الغنم والغرم. كما يثبت السهم لصاحبه الحق في حصة من صافي موجودات الشركة بعد التصفية، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر ما يحوزه من أسهم.

### ب- خصائص الأسهم:

- يمكن إبراز أهم الخصائص التي تتصف بها الأسهم، من خلال ما يلي:
  - الأسهم أداة وقاية من التضخم لكونها وسيلة تحقيق عوائد مالية انطلاقاً من نواتج الشركة.
  - السهم له قابلية التداول مما يمنح لحامله إمكانية التنازل عنه بسرعة، الأمر الذي يعطي مرونة عالية وحركية كبيرة لسوق الأوراق المالية.
  - قيم أسهم الشركة الواحدة قيم متساوية، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الآخر، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.<sup>32</sup>
  - عدم قابلية السهم الواحد للتجزئة ويعني ذلك أنه لا يجوز الاشتراك في السهم الواحد من طرف أكثر من شخص، كما لا يجوز تجزئته بينهم إلا عن طريق الاشتقاق.<sup>33</sup>
  - مسؤولية صاحب السهم بمقدار حصته باعتبار أن المساهم في شركة الأموال تتحدد مسؤوليته في حدود ما يملكه من أسهم، كما أن حق المساهم لا يضيع أو يتقادم بسبب عدم الاستعمال.

### ت- أنواع الأسهم:

- يمكن تصنيف الأسهم إلى أنواع عدة تختلف يمكن ذكر البعض منها، وفق الآتي:
  - **الأسهم النقدية:** وهي أسهم تمثل حصص نقدية في رأسمال شركة الأموال ويدفع المكنتب قيمتها نقداً.
  - **الأسهم العينية:** الأسهم العينية هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية مساهم بها في رأس مال الشركة، كما أن قيمة هذه المساهمة لا بد وأن يصادق عليها من قبل الجمعية العامة التأسيسية.
  - **الأسهم لأقسام الإنتاج:** تصدر هذه الأسهم لأقسام الإنتاجية داخل الشركة، وعوائدها تتعلق بما يحققه القسم الإنتاجي الذي تمثله وقد استحدث هذا النوع من قبل شركة جينرال موتورز.<sup>34</sup>
  - **أسهم الخزينة:** ينشأ هذا النوع من الأسهم عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها من السوق لأسباب، من بينها فترات الأزمات بغية تخفيف حدة الأزمة، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.<sup>35</sup>
  - **الأسهم الخاصة:** الأسهم الخاصة هي وسيلة استنبطت لمراقبة قرارات الشركات المخصصة، فعن طريقها تحتفظ الحكومة بحقها في الحضور والمشاركة في مناقشات جلسات مجلس الإدارة للشركة المخصصة بواسطة ممثلين عنها،

بما يمكنها من المحافظة وحماية مصالح الدولة والصالح العام، وكذا حماية استقلالية الشركة، ومنع الأطراف الأجنبية من التحكم في رأس مالها، أو قرارها بصفة مطلقة.<sup>36</sup>

- أسهم الاقتصاد الجديد: هي أسهم خاصة بشركات قطاع التكنولوجيا والبرمجة ووسائل الإعلام والاتصال، وتتميز هذه الأسهم بسعر الإصدار المرتفع مقابل الإقبال الكثيف عليها، وذلك لتمييزها بأداء قوي، ومساهمتها في تنشيط سوق الأوراق المالية. كما تعد أيضا عامل رئيسي يقف أمام استقرار أسعار الأسهم الأخرى واستقرار السوق عامة. وتعتبر هذه الأسهم أيضا حافز رئيسي للمستثمرين خاصة الجدد لحثهم على الاستثمار.
- الأسهم المختلطة: هي أسهم الشركات ذات الأعمال المشروعة في الأصل إلا أنها تتعامل بالحرام أحيانا كالإيداع في البنوك الربوية وأخذ الفائدة منها، أو أن تجعل ضمن رأس مالها الاقتراض بالربا أو الاقتراض، فتضم هذه الأرباح إلى أرباح مساهمتها ثم تقوم بتوزيعها عليهم، فتختلط الأرباح التي كسبت من حلال مع التي كسبت من حرام.<sup>37</sup>

## 2.2. الصكوك الشرعية

يمكن توضيح الصكوك الشرعية التي هي منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية، من خلال ما يلي:

- أ- **تعريف الصكوك الشرعية:** تعرف الصكوك الشرعية على أنها:
  - " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما صدرت من أجله".<sup>38</sup>
  - كما تعرف أيضا على أنها: أداة ملكية قابلة للتداول في السوق مثل حصص شائعة في موجودات مشروع، وتعطي الحق لحملها في الحصول على الأرباح - إن وجدت- التي يحققها المشروع، فهي تستلزم فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المنشئة لها.<sup>39</sup>
- وبذلك فالصكوك الشرعية أو كما تسمى بالأوراق الإسلامية عبارة عن شهادات مالية تساوي قيمة حصة شائعة في ملكية ما، سواء كانت منفعة، أو حق، أو خليط منهما، أو مبلغ من المال، أو دين حيث تكون هذه الملكية قائمة فعليا أو في طور الإنشاء، ويتم إصدارها بعقد شرعي مبني وفق قواعد الشريعة الإسلامية كقاعدة الغنم بالغرم وتجنب كل شبهات الربا والابتعاد عن مفاصد الشراء والبيع، تتميز بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

ب- **مزايا الصكوك الشرعية:** للصكوك الشرعية جملة من المزايا يمكن اختصارها في ما يلي:<sup>40</sup>

- أداة تمويل خارج الميزانية، حيث أن الإدارة لا تحتاج مبرر للتعامل بها، لأن شراء الأصول سيتم من خلال حملة الصكوك أي المستثمرين.
- التزام مصدر الصكوك محصور بدفع الأجرة لحملة الصكوك نظير استخدامه للأصل، وهي نفقة إيرادية.
- تعتبر الصكوك من أفضل وسائل جذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات التنمية.
- مخاطر الصكوك أقل من مخاطر السندات، لأنها حصص شائعة في أصول حقيقية وليس دينا في ذمة الجهة المصدرة.
- دخل الصكوك متوقع في الغالب سلفا خلافا للأسهم.

ت- **أنواع الصكوك الشرعية:** يمكن تصنيف أنواع الصكوك الشرعية حسب قابليتها للتداول، وفق الأتي:

- **الصكوك الشرعية القابلة للتداول:** تتمثل في الصكوك التي يتم إصدارها والاكتتاب فيها على مستوى السوق الأولية، وهي قابلة للتداول على مستوى السوق الثانوية، وكما هو موضح في الشكل أعلاه فهذه الصكوك تكون على الأصناف التالية:
  - **صكوك المضاربة:** تتمثل حصصا شائعة في رأسمال المضاربة - المملوك لرب المال- المقدم لصاحب المشروع - باعتباره مضارب- لاستغلاله وتحقيق ربح منه، فهذه الصكوك متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، كما أنها تتوفر على شروط عقد المضاربة من إيجاب وقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح.<sup>41</sup>
  - **صكوك الإجارة:** هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية ممتلكات مؤجرة، ويكون الربح فيها من تأجير ما تمثله قيمة هذه الصكوك. كما تمثل أيضا عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في المستقبل.<sup>42</sup>
  - **صكوك المشاركة:** تعبر عن صكوك استثمارية تمثل رأسمال المشاركة، فهي لا تختلف عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين الجهة المصدرة الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المكلفة بالتنسيق لجنة للمشاركين يرجع إليهم لاتخاذ قرار الاستثمار.<sup>43</sup>
- **الصكوك الشرعية الغير قابلة للتداول:** الصكوك التي يتم إصدارها والاكتتاب فيها على مستوى السوق الأولية فهي قابلة للتداول، وتنقسم:

- **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة أو خدمة محل مرابحة، والاكتتاب فيها يجعل حاملها مالكين لسلعة المرابحة، فيتحملون بذلك مخاطرتها - غرمها- قبل بيعها ويستحقون ثمنها - غنمها- بعد بيعها.<sup>44</sup> صكوك المرابحة لا يجوز تداولها لأنها بمثابة دين، بل تطرح مرة واحدة للاكتتاب في السوق الأولية.
- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها بائع سلع السلم ويكتتب فيها المشترون، فهذه السلع تعتبر بمثابة ديون عينية لأنها موصوفة في ذمة البائع، وهو سبب عدم قابلية بيع أو تداول هذه الصكوك.
- **صكوك الاستئصال:** صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها وحقوق حملة هذا الصك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمان البيع.<sup>45</sup>

## 3-2 . المشتقات المالية الإسلامية

يمكن أن تعبر في العادة المشتقات المالية الإسلامية عن تلك العقود التي اشتقت أصلاً من الأدوات المالية الإسلامية السالفة الذكر، من أجل تنشيط التعامل أكثر على مستوى السوق، لذلك فهي إحدى الأدوات التطبيقية التي لا تتنافى مع الشريعة الإسلامية والمستمدة على مستوى السوق الأجلة والمعتمد في إبرامها على مبدأ بيع السلم.

أ- عقود الخيارات في الإسلام: عقود الخيارات وفقاً لقراءة في الفقه الإسلامي تعتمد في جوهرها على تغيير العقد الوضعي وتكييفه مع الضوابط الشرعية، فهي أدوات تحوط للمحافظة على سلامة المال المستثمر في الأوراق المالية - وليس لأجل المقامرة على فروقات الأسعار Speculation التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل. وحتى تتسجم هذه العقود مع مقاصد الشريعة المتمثلة في جلب المنافع ودفع المضار عن المتعاملين في السوق لا بد أن تمثل حق معنوي، ينشأ مع عقد بيع حقيقي لا غير فهي جزء من عقد البيع، والمعقود عليه فيها يشترط أن يكون معلوماً ومملوكاً مقدوراً على تسليمه ولا يشترط فيه أن يكون موجوداً<sup>46</sup>، كما يجب على المتعاقدين فيها الالتزام بقاعدة العدل في رفع الضرر عن بعضهم البعض والتخلي بمكارم الأخلاق وتوقيف خسارة الطرف الآخر. وتبرم عقود الخيار الإسلامية وفق لحكمين وهما:

- عقد خيار الشراء: يتيح هذا العقد فرصة للمشتري للتروي والتحري حول القيمة السوقية للأوراق المالية التي يعزم شراءها الآن واستلامها في المستقبل، وأصلاً هو عبارة عن اتفاق بين البائع والمشتري ينشأ نتيجة قبول البائع خيار شرط المشتري للتحري والتأكد حول الأوراق المالية محل التعاقد حتى يتمكن من إتمام عقد الشراء أم التوقف على أن لا تطول المدة، ليستطيع بذلك شراء الأوراق المالية وتسديد ثمنها حاضراً على أن يستلمها مستقبلاً أي خلال الفترة المحددة والمتفق عليها بسعر التنفيذ المتفق عليه والمسدد به، شريطة أن لا يتصرف فيها حتى يقبضها<sup>47</sup>.

- عقد خيار البيع: هذا العقد عبارة عن اتفاقية بين البائع والمشتري على بيع أوراق مالية في المستقبل بسعر محدد مع تسليم الثمن في الحاضر، ويكون هذا العقد مرفق بخيار شرط يعطى الحق لبائع الأوراق المالية التحري والتأكد من مصلحته من البيع خلال فترة زمنية ليست بالطويلة، كما أن مشتري الأوراق المالية وفق هذا العقد لا يحق له بيع الأوراق المالية أو التصرف فيها حتى يقبضها.

ب- العقود المستقبلية في الإسلام: العقود المستقبلية وفق منظور إسلامي تنشأ في إطار بيع السلم، فهي تمثل اتفاقية بين البائع والمشتري يلتزم من خلالها البائع ببيع الأوراق المالية للمشتري حالاً على أن يتم تسليمها مستقبلاً أما قبض ثمنها يكون حاضراً، ومن شروط هذا العقد أن تكون الأوراق المالية المعقود عليها معلومة الطبيعة والثمن وأجل التسليم ومملوكة للبائع ومقدوراً على تسليمها في الأجل المتفق عليه دون شرط حيازتها عند إبرام العقد، شأنها في ذلك شأن كل السلع التي تباع ببيع السلم. كما أن مشتري هذه الأوراق لا يحق له التصرف فيها حتى قبضها لتقادي الدخول في مراهنات ومضاربات لا تتوافق مع المبادئ التي أبرمت على أساسها هذه العقود.

### 3. تحليل نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامية في الكويت

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من الأسواق الناشئة التي عرفت تطوراً من حيث الشركات المدرجة فيها والتي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، ومن أجل تحليل نشاط أسهم هذه الشركات على مستوى السوق وتطور عددها، سيتم في البداية تحديد تطور عدد الشركات خلال سنوات 2014، 2015 و 2016 ومن ثمة عدد الصفقات على أسهمها وكذلك عدد الأسهم وقيمتها وفق الطرح الآتي:

#### 1.3 تطور عدد الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

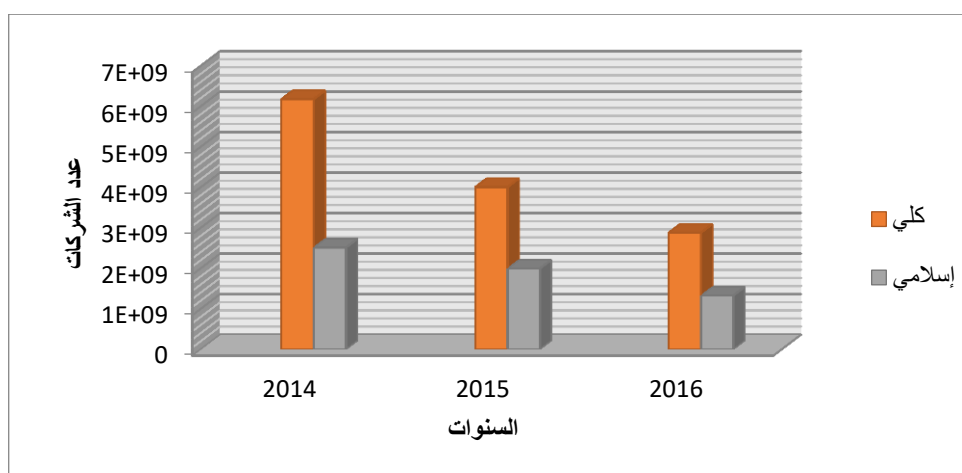
يوضح الجدول الآتي تطور عدد الشركات المتوافقة مع المعايير الشرعية أو التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية:

جدول 1: تطور عدد الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية حسب القطاعات

|                          | 2016     |        |     | 2015     |        |     | 2014     |        |     |
|--------------------------|----------|--------|-----|----------|--------|-----|----------|--------|-----|
|                          | النسبة % | إسلامي | كلي | النسبة % | إسلامي | كلي | النسبة % | إسلامي | كلي |
| النفط والغاز             | 37,5     | 3      | 8   | 37,5     | 3      | 8   | 37,5     | 3      | 8   |
| مواد أساسية              | 0        | 0      | 4   | 0        | 0      | 4   | 0        | 0      | 5   |
| صناعية                   | 17,94    | 7      | 39  | 20,51    | 8      | 39  | 17,5     | 7      | 40  |
| سلع استهلاكية            | 12,5     | 1      | 8   | 14,28    | 1      | 7   | 14,28    | 1      | 7   |
| رعاية صحية               | 25       | 1      | 4   | 25       | 1      | 4   | 33,33    | 1      | 3   |
| خدمات استهلاكية          | 12,5     | 2      | 16  | 12,5     | 2      | 16  | 12,5     | 2      | 16  |
| اتصالات                  | 50       | 2      | 4   | 50       | 2      | 4   | 50       | 2      | 4   |
| بنوك                     | 50       | 6      | 12  | 50       | 6      | 12  | 50       | 6      | 12  |
| تأمين                    | 25       | 2      | 8   | 25       | 2      | 8   | 25       | 2      | 8   |
| عقار                     | 36,11    | 13     | 36  | 36,11    | 13     | 36  | 34,21    | 13     | 38  |
| خدمات مالية              | 34,69    | 17     | 49  | 36,17    | 17     | 47  | 33,96    | 18     | 53  |
| تكنولوجيا                | 25       | 1      | 4   | 25       | 1      | 4   | 25       | 1      | 4   |
| موازي                    | 38,46    | 5      | 13  | 38,46    | 5      | 13  | 35,71    | 5      | 14  |
| المجموع الإجمالي للشركات | 29,41    | 60     | 204 | 28,84    | 60     | 208 | 30,19    | 61     | 202 |

المصدر: التقارير الشهرية لبورصة الكويت لسنوات 2014، 2015 و 2016.

الشكل 1: مجموع الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية من إجمالي شركات السوق



### المصدر: الجدول رقم 1.

أظهر الجدول أعلاه أن عدد الشركات سوق الكويت للأوراق المالية المتوافقة مع المعايير الشرعية أو التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، عرف تطور خلال السنوات الأخير حيث بلغ عددها 61 شركة في سنة 2014 و60 شركة خلال سنتي 2015 و2016 من أصل 208 شركات التي تمثل إجمالي الشركات المقيدة في السوق أي ما يعادل نسبة 30%، وقد كان قطاع الخدمات المالية هو الأكبر من حيث عدد الشركات التي تعمل وفق أحكام الشريعة حيث بلغ عددها 18 شركة، يليه مباشرة قطاع العقار بـ 13 شركات ثم قطاع الصناعة بـ 7 شركات، كما مثلت شركات قطاع النفط والغاز التي تتعامل بأحكام تتوافق مع الشريعة 37,5% من إجمالي شركات القطاع وهو ما يعتبر مؤشر جيد على توجه الشركات في الكويت نحو التعامل بـ أحكام والمبادئ التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية في الآونة الأخيرة.

### 2.3 تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

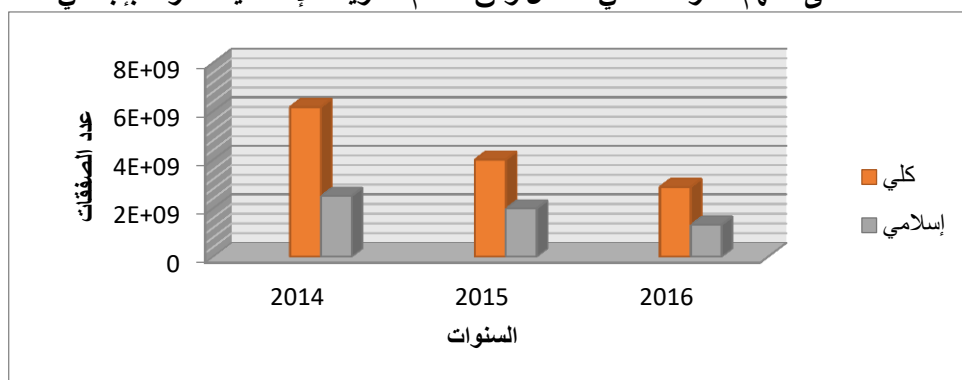
يوضح الجدول أدناه تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات المتوافقة مع المعايير الشرعية:

### جدول 2: تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية حسب القطاعات

| 2016    |         |         | 2015    |         |         | 2014    |         |           | عدد الصفقات              |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|--------------------------|
| النسبة% | إسلامي  | كلي     | النسبة% | إسلامي  | كلي     | النسبة% | إسلامي  | كلي       |                          |
| 87.22   | 24 442  | 27 830  | 74.46   | 26 903  | 36 129  | 90.68   | 46 386  | 151 51    | النفط والغاز             |
| 0       | 0       | 8 420   | 0       | 0       | 8 278   | 0       | 0       | 10 291    | مواد أساسية              |
| 14.48   | 10 930  | 73 616  | 18.5    | 19 996  | 108 094 | 19.35   | 24 966  | 129 051   | صناعية                   |
| 42.00   | 6 647   | 15 699  | 46.77   | 6 350   | 13 622  | 73.92   | 12 564  | 16 996    | سلع استهلاكية            |
| 7.25    | 65      | 896     | 2.57    | 42      | 1 634   | 3.07    | 37      | 1 206     | رعاية صحية               |
| 7.00    | 2 623   | 37 181  | 9.11    | 3 136   | 34 392  | 25.43   | 7 804   | 30 696    | خدمات استهلاكية          |
| 62.63   | 29 747  | 47 495  | 79.33   | 89 112  | 112 319 | 77.54   | 59 858  | 77 198    | اتصالات                  |
| 72.80   | 71 566  | 98 313  | 77.76   | 86 286  | 110 972 | 78.35   | 120 956 | 154 379   | بنوك                     |
| 61.20   | 1 736   | 2 836   | 47.44   | 1 064   | 2 243   | 72.8    | 4 504   | 5 729     | تأمين                    |
| 48.17   | 71 903  | 149 264 | 55.8    | 122 728 | 219 914 | 42.3    | 109 989 | 259 171   | عقار                     |
| 94.85   | 123 353 | 247 442 | 60.47   | 183 232 | 303 047 | 49.78   | 224 792 | 451 594   | خدمات مالية              |
| 27.84   | 1 088   | 3 908   | 11.25   | 838     | 7 451   | 35.63   | 3 691   | 10 361    | تكنولوجيا                |
| 66.40   | 4 180   | 6 296   | 38.2    | 10 048  | 26 301  | 87.38   | 25 530  | 29 217    | موازي                    |
| 48.42   | 348 280 | 719 196 | 56.5    | 556 016 | 984 405 | 52.26   | 641 077 | 1 226 739 | المجموع الإجمالي للشركات |

### المصدر: التقارير الشهرية لبورصة الكويت لسنوات 2014 و2015 و2016.

### الشكل 2: عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية مقارنة بإجمالي صفقات السوق





## المصدر: الجدول 2.

أظهر تعدد الصفات المبرمة على مستوى سوق الكويت للأوراق المالية والخاصة بالشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية تطور ملحوظ خلال السنوات 2014، 2015 و2016 حيث بلغ نسب 52.26%، 56.5% و48.42% على التوالي، وهو ما يدل على تفضيل المستثمرين على مستوى هذه السوق التعامل والاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وخاصة منها شركات قطاع النفط والغاز وشركات قطاع الاتصالات وشركات قطاع البنوك، مما يعني أن المتعامل بدأ يسعى لخلق أدوات استثمارية حلال تتوافق مع ثقافة ومبادئ المجتمع وتمثل له مناهج للتنمية ثروته بشكل حلال، وهو ما يفترض أن يكون عليه الحال في جميع المجتمعات الإسلامية حتى تؤدي السوق دورها بشكل فعال وشامل والمتمثل أساسا في جمع الفوائض وتوجيهها إلى أصحاب العجز.

## 3.3 تطور عدد الأسهم المتداولة للشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

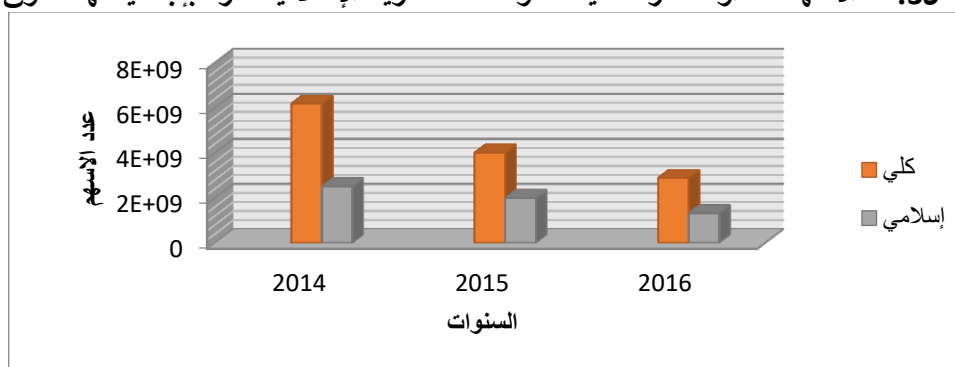
يوضح الجدول المولي تطور عدد الصفقات على أسهم الشركات التي تعمل وفق مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية:

### جدول 3: تطور عدد أسهم الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية حسب القطاعات

| عدد الأسهم               | 2014           |                |          | 2015           |                |          | 2016           |                |          |
|--------------------------|----------------|----------------|----------|----------------|----------------|----------|----------------|----------------|----------|
|                          | كلي            | إسلامي         | النسبة % | كلي            | إسلامي         | النسبة % | كلي            | إسلامي         | النسبة % |
| النفط والغاز             | 2 639 915 520  | 2 506 218 867  | 94.94    | 1 914 917 599  | 1 873 439 013  | 97.84    | 1 429 388 574  | 1 354 446 822  | 94.75    |
| مواد أساسية              | 183 879 953    |                | 0        | 10 428 173 216 |                | 0        | 131 184 479    |                |          |
| صناعية                   | 5 406 393 232  | 678 808 744    | 12.56    | 4 218 941 547  | 633 956 322    | 17.2     | 2 606 659 634  | 312 379 492    | 12.32    |
| سلع استهلاكية            | 555 519 890    | 502 842 758    | 94.5     | 320 589 980    | 189 33 083     | 59       | 325 458 666    | 25 121 250.000 | 62.43    |
| رعاية صحية               | 28 790 206     | 387 859        | 1.35     | 31.588 081     | 703 451        | 2.23     | 57 451 146     | 2 614 230      | 4.55     |
| خدمات استهلاكية          | 624 932 019    | 274 735 541    | 44       | 606 992 420    | 102 185 263    | 16.84    | 914 244 061    | 82 136 490     | 8.90     |
| اتصالات                  | 1 244 698 941  | 779 488 397    | 62.63    | 2 539 422 310  | 1 582 210 307  | 62.3     | 1 743 6396 244 | 1 158 942 824  | 66.44    |
| بنوك                     | 4 522 101 453  | 2 934 884 252  | 65       | 2 887 186 743  | 1 919 749 933  | 66.5     | 3 778 448      | 2 761 991 398  | 73.00    |
| تأمين                    | 161 836 516    | 145 301 861    | 89.8     | 26 804 756     | 14 425 693     | 53.8     | 31 785 393     | 22 290 227     | 70.00    |
| عقار                     | 13 574 337 846 | 7 481 065 601  | 55.85    | 12 798 514 231 | 9 156 099 966  | 71.55    | 7 992 983 045  | 4 912 084 098  | 61.45    |
| خدمات مالية              | 24 051 820 815 | 12 978 490 869 | 54       | 15 757 092 481 | 11 120 391 137 | 70.6     | 11 238 446 773 | 5 737 006 044  | 71.77    |
| تكنولوجيا                | 299 389 525    | 186 875 598    | 62.6     | 157 921 667    | 42 841 721     | 27.1     | 68 842 677     | 25 207 092     | 36.61    |
| موازي                    | 1 371 167 838  | 1 215 857 851  | 88.7     | 1 639 441 780  | 670 743 938    | 40.9     | 186 533 172    | 107 171 645    | 57.47    |
| المجموع الإجمالي للشركات | 54 659 783 754 | 29 684 958 198 | 54.3     | 42 996 568 590 | 27 306 080 097 | 63.5     | 30 505 065 162 | 16 501 391 612 | 54.67    |

## المصدر: التقارير الشهرية لبورصة الكويت لسنوات 2014، 2015 و2016.

### الشكل 3: عدد الأسهم المتداولة للشركات التي تتعامل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية مقارنةً بإجمالي أسهم السوق



## المصدر: الجدول 3.

عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية يمثل مجموع الأسهم محل صفقات البيع والشراء خلال السنة، وقد كان عدد الأسهم المتداولة للشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة معتبر حيث أنه تجاوز 50% من إجمالي الأسهم خلال سنوات 2014، 2015 و2016. وهو مؤشر جيد يدل على توجه التعامل على مستوى هذه السوق نحو شقها الشرعي، وكانت أغلب هذه الأسهم المتداولة خاصة بقطاعات السلع الاستهلاكية، البنوك التأمين وقطاع النفط والغاز.

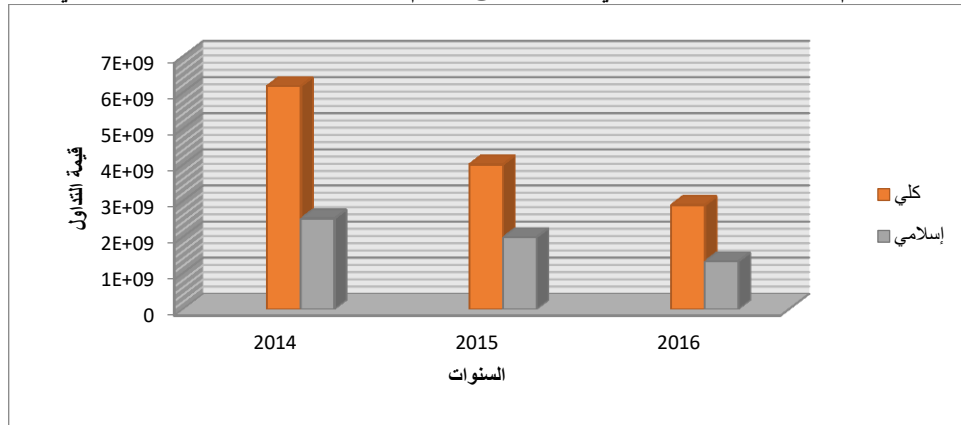
## 4.3 تطور قيمة الأسهم المتداولة للشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

يوضح الجدول الآتي تطور عدد قيمة الأسهم المتداولة للشركات المتوافقة مع المعايير الشرعية:

جدول 4: تطور قيمة الأسهم المتداولة للشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية حسب القطاعات

| النسبة % | قيمة التداول الإسلامي | قيمة التداول الكلي |                          |      |
|----------|-----------------------|--------------------|--------------------------|------|
| 83.64    | 150 622 734.833       | 180 102 562.278    | النفط والغاز             | 2014 |
| 0        |                       | 72 516 585.650     | مواد أساسية              |      |
| 10.3     | 74 435 025.543        | 722 316 111.425    | صناعية                   |      |
| 37.33    | 42 115 565.831        | 112 810 602.711    | سلع استهلاكية            |      |
| 0.5      | 68 825.012            | 14 969 398.020     | رعاية صحية               |      |
| 28.75    | 28 042 036.594        | 97 540 675.373     | خدمات استهلاكية          |      |
| 26.2     | 110 561 659.985       | 421 806 685.405    | اتصالات                  |      |
| 48       | 877 260 754.730       | 1 828 811 723.375  | بنوك                     |      |
| 69.56    | 10 035 150.281        | 14 426 799.395     | تأمين                    |      |
| 40       | 403 212 484.939       | 1 008 264 036.378  | عقار                     |      |
| 46.47    | 757 925 487.808       | 1 631 187 901.714  | خدمات مالية              |      |
| 49.6     | 10 596 224.838        | 21 374 769.258     | تكنولوجيا                |      |
| 81.8     | 47 965 169.215        | 58 602 727.783     | موازي                    |      |
| 40.75    | 2 512 841 119.609     | 6 175 730 578.765  | المجموع الإجمالي للشركات |      |
| 92.62    | 72 346 4527562        | 78 113 545.714     | النفط والغاز             | 2015 |
| 0        | -                     | 32 425 767.138     | مواد أساسية              |      |
| 35.23    | 151 562 675.481       | 430 289 48.817     | صناعية                   |      |
| 11.28    | 16 054 829.951        | 142 440 539.764    | سلع استهلاكية            |      |
| 3.2      | 137 470.986           | 4 291 661.337      | رعاية صحية               |      |
| 9        | 10 315 579.764        | 114 157 591.152    | خدمات استهلاكية          |      |
| 58.64    | 373 230 428.105       | 636 517 180.560    | اتصالات                  |      |
| 48.47    | 483 318 700.658       | 997 278 215.260    | بنوك                     |      |
| 18       | 685 140.242           | 3 808 270.658      | تأمين                    |      |
| 55.22    | 359 670 521.601       | 651 406 726.906    | عقار                     |      |
| 59.41    | 509 969 333.802       | 858 410 517.705    | خدمات مالية              |      |
| 23.76    | 2 452 194.220         | 10 323 349.868     | تكنولوجيا                |      |
| 23.93    | 15 691 417.343        | 47 648 984.820     | موازي                    |      |
| 49.8     | 1 995 434 744.715     | 4 007 111 599.699  | المجموع الإجمالي للشركات |      |
| 88.13    | 43 032 604.991        | 48 827 669.210     | النفط والغاز             | 2016 |
| -        | -                     | 40 032 520.591     | مواد أساسية              |      |
| 12.36    | 34 602 258.584        | 296 063 069.939    | صناعية                   |      |
| 12.30    | 203 185 457           | 163 553 711.166    | سلع استهلاكية            |      |
| 2.20     | 581 391.504           | 26 447 007.139     | رعاية صحية               |      |
| 9.53     | 7 085 938.827         | 74 290 442.978     | خدمات استهلاكية          |      |
| 26.03    | 77 858 083.432        | 295 932 645.652    | اتصالات                  |      |
| 54.88    | 540 611 922.029       | 985 009 547.114    | بنوك                     |      |
| 19.70    | 679 450.507           | 3 445 658.473      | تأمين                    |      |
| 38.14    | 138 557 618.813       | 363 282 468.348    | عقار                     |      |
| 48.22    | 274 871 999.658       | 569 932 611.125    | خدمات مالية              |      |
| 10.70    | 631 389.340           | 5 897 898.085      | تكنولوجيا                |      |
| 63.45    | 4 924 277.954         | 7 759 816.522      | موازي                    |      |
| 46.05    | 1 326 622 392.639     | 2 880 475 066.351  | المجموع الإجمالي للشركات |      |

المصدر: التقارير الشهرية لبورصة الكويت لسنوات 2014، 2015 و2016.  
الشكل4: قيمة الأسهم المتداولة للشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية مقارنة بإجمالي قيمة السوق



### المصدر: الجدول 3.

كانت قيمة تداول أسهم الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة جد معتبرة مقارنة بقيمة تداول السوق بصفة عامة، حيث مثلت 40,75% إلى 49,8% بين سنتي 2014 و2016، وهذا يمثل مؤشر جيد على الوعي الاستثماري والتوجه في سوق الكويت للأوراق المالية نحو الاستثمار النقي الحلال. أما عن الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة والتي كانت قيمة تداول أسهمها كبير، فهي شركات قطاع النفط والغاز تليها شركات قطاع الخدمات المالية ثم شركات قطاع الاتصالات بنسب 92,62%، 59,41% و 58,64% على التوالي من إجمالي قيمة تداول أسهم قطاعاتها خلال سنة 2015.

#### الخاتمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية بديل عن السوق التي تنظم وتسيير وفق قوانين ومبادئ وضعية، فهذه السوق لها خصائص تميزها عن باقي الأسواق كما تحكمها مجموعة من الضوابط الشرعية تمثل محور الأساس للتعامل فيها، أما عن الدور الذي تؤديه لا يختلف عن الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية الوضعية، وذلك من خلال جمع الادخار وتوجيه للاستثمار، وكذلك تحقيق الاستقرار لزيادة حجم التعامل وجذب متعاملين بشكل مستمر. فسوق الأوراق المالية الإسلامية تنقسم هي الأخرى إلى سوق حاضرة وسوق آجلة، يتم فيهما تداول عدة أصناف من الأوراق المالية والصكوك التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتمثل البديل النقي للاستثمار الحلال، كما يتم فيها إبرام أنواع مختلفة من العقود الآجلة في إطار بيع السلم. وكنموذج ناجح تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية الإسلامية من الأسواق التي قطعت شوط في إبرام الصفقات وتداول أسهم الشركات المتوافقة مع المعايير الشرعية أو التي تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فقد عرف عدد الشركات المقيدة فيها والتي تتعامل وفق أحكام الشريعة تطور كبير خلال السنوات الأخيرة حيث بلغ عددها 61 شركة وهو عدد جد معتبر مقارنة مع إجمالي الشركات المقيدة في السوق، أما عن عدد الصفقات المبرمة على أسهم هذه الشركات عرف هو الآخر تطور حيث مثلت نصف الصفقات المبرمة في السوق شأنه شأن عدد الأسهم المتداولة وقيمتها، وهو ما يدل على التوجه بقوة نحو الاستثمار في هذه السوق والأدوات المتداولة فيها كبديل ناجح لتحقيق الأهداف المنوطة بها خاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة.

- 1- محمد عبده محمد مصطفى، (2002)، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، مصر: الدار الجامعية (1998)، ص: 2.
- 2- محفوظ جبار، أسواق الأوراق المالية، الجزائر: دار هومة، ص: 88.
- 3- برايان كويل، (2006)، نظرة عامة على الأسواق المالية، مصر: الدار الفاروق، ص: 7.
- 4- عصام أبو النصر، (2006)، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، مصر: دار النشر للجامعات، ص: 11-18.
- 5- سورة البقرة، الآية: 29.
- 6- سورة الأنعام، الآية: 119.
- 7- سورة الأنعام، الآية: 140.
- 8- ابن رجب الحنبلي، (2001)، جامع العلوم والحكم، ج2، بيروت: مؤسسة الرسالة، ص: 150.
- 9- يحيى بن شرف النووي، المجموع شرح المهذب، مصر: مطبعة المنيرية، ص: 239.
- 10- أبو عمر يوسف بن عبد الله بن محمد بن البر، (1993)، الاستذكار الجامع لمذاهب فقهاء الأمصار، ج 1، دمشق: دار قتيبية، ص 185.
- 11- عصام أبو نصر، مرجع سبق ذكره، ص: 16.
- 12- سورة البقرة، الآية: 282.
- 13- علي بن سلطان محمد الفاري، (2002)، مرقاة المفاتيح شرح مشكاة المصابيح، دمشق: دار الفكر، ص: 1908.
- 14- جويدان الجمل، (2002)، الأسواق المالية والنقدية، عمان: دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، ص: 41-56.
- 15- سورة الأنعام، الآية: 52.
- 16- سورة القصص، الآية: 26.
- 17- عصام أبو نصر، مرجع سبق ذكره، ص: 12.
- 18- سورة التوبة، الآية: 119.
- 19- سورة النساء، الآية: 58.
- 20- تقي الدين ابن تيمية، (1995)، مجموع فتاوي ابن تيمية، ج29، السعودية: مجمع الملك فهد، ص: 390.
- 21- حي بن شرف النووي، مرجع سبق ذكره، ج6، ص: 240.
- 22- هناك فرق بين الغرر والمخاطرة التي تعني أن المستثمر يغرم أو يسلم فهي جائزة شرعا خاصة إذا توفر العقد على شروط كالعلم بالثمن والمعقود عليه وأجله.
- 23- حسن أيوب، (2003)، فقه المعاملات المالية في الإسلام، القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، ص: 57.
- 24- تجدر الإشارة أن المضاربة في سوق الأوراق المالية إذا كانت بشكل مفرط يتنافى مع عقلانية الإسلام تكون مدعاة للتحريم.
- 25- سورة البقرة، الآية: 219.
- 26- سورة البقرة، الآية: 275.
- 27- مأمون إبراهيم السيد، (1988)، "أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانات تطويرها والربط فيما بينها"، الكويت: سلسلة الدراسات الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ص: 9.
- حمزة محمود الزبيدي، (2001)، الاستثمار في الأوراق المالية، الأردن: مؤسسة الوراق، ص: 139-140.
- سامي عفيفي حاتم، (1994)، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، ط2، القاهرة: الدار المصرية اللبنانية، ص: 233.

تم اعتماد هذا التقسيم على أساس طبيعة العمليات الممارسة في كل قسم من أقسام سوق الأوراق المالية.

- 28- مصطفى رشيد شيحة، (1996)، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، ط6، مصر: دار المعارف الجامعية، ص: 510.
- 29- جيمس بي. أكرباور ترجمة: ليلي زيدان، (1999)، الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام، القاهرة: الدار الدولية للنشر والتوزيع، ص ص: 427-428.
- 30- صبري هارون، (1999)، أحكام الأسواق المالية، الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، ص: 30.
- 31- F. Telon, (1997), *les marchés de Capitaux*, Paris: Seul, p: 12.
- 32- محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص: 31.
- 33- صالح بن مقبل العصيمي التميمي، (2006)، الأسهم المختلطة، الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية، ص: 32.
- 34- رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 21.
- 35- طارق عبد العال حماد، (2000)، بورصة الأوراق المالية، مصر: الدار الجامعية، ص ص: 25-26.
- 36- صالح الحناشي، (يناير 1996)، مسببات سياسية التحويل وأهدافها التجربة البريطانية، الكويت: مجلة الخصخصة ودور البورصات والمؤسسات المالية والتنمية الاقتصادية، ص: 222.
- 37- صالح بن مقبل العصيمي التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 31-32.
- 38- عبد الكريم أحمد قندوز، (2008)، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، لبنان: مؤسسة الرسالة ناشرون، ص: 179.
- 39- سامر مظهر قنطججي، (2010)، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، سوريا: شعاع للنشر والعلوم، ص: 357.
- 40- المرجع نفسه، ص ص: 367-368.
- 41- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 180.
- 42- سامر مظهر قنطججي، مرجع سبق ذكره، ص: 360.
- 43- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 180.
- 44- سعود بن ملوح العنزي، محمود علي السرطاوي، (2012)، صكوك المرابحة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، (8)، ص: 220.
- 45- نوال بن عمارة، (2011)، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين -، جامعة ورقلة: مجلة الباحث، (9)، ص 256.
- 46- الدليل في ذلك قول الرسول ﷺ: " من أسلف فليسلف في كيل معلوم أو وزن معلوم وأجل معلوم " لم يذكر في الحديث الوجود ولو كان شرط لذكره، للاطلاع أنظر: حسن أيوب، مرجع سابق ذكره، ص: 180.
- 47- في هذا الصدد نهى الرسول ﷺ عن بيع المسلم فيه لقوله: " من أسلم في شيء فلا يصرفه إلى غيره"، للاطلاع أنظر: حسن أيوب، مرجع سابق ذكره، ص ص: 182-183.