

دور الأدوات المالية الإسلامية (الأسهم والصكوك الإسلامية) في تنشيط السوق المالية الإسلامية

## The role of Islamic financial instruments (Islamic equities and instruments) in activating the Islamic financial market

د. شفافية كتاف د. ذهبية لطرش

جامعة سطيف 1 الجزائر

Dr. chafeya gattaf dr.dahbiya latreche

University of Setif 1 Algeria

chafia99@yahoo.fr

ملخص:

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة ومميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر أحد العناصر المهمة في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية خاصة في الدول الإسلامية، ولذلك فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية لها مميزاتها وخصائصها التي تختص بها، ومبادئها وضوابطها التي تقتيد بها، وعناصرها ومؤسساتها التي تدعمها، وقوانينها وأنظمتها التي تنظمها، وخاصة أدواتها المالية المتداولة فيها يحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة. حيث تبين أن أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية تقوم على أسس متينة ومنيعة، تكمن في مدى توفر و وجود الأدوات المالية الإسلامية التي تنضبط بالضوابط الشرعية إصدارًا وتداولًا، ولذلك فقد جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية وخاصة منها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث تبين أن نجاح هذه السوق وتطورها يعتمد اعتمادًا وثيقًا على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها.

الكلمات المفتاحية : المالية الإسلامية . الصكوك الإسلامية، سوق المالية الإسلامية

### Abstract:

The Islamic financial market occupies a prominent place within contemporary economic systems. It is considered one of the crucial elements of the financial sector, which is the backbone of economic development, notably in Islamic countries. Consequently, the creation and development of an Islamic financial market with its own properties, its restrictive principles and norms, its own laws and rules of organisation, and particularly its financial instruments in use, has become increasingly important in recent years.

The first steps for the creation of an Islamic financial market require solid foundations, such as the availability of Islamic financial instruments that comply with Sharia rules both in issuance and trading. This study aims to shed light on the role and importance of Islamic financial instruments, particularly stocks that are Sharia compliant and Islamic sukuk, in stimulating and promoting the Islamic financial market. The findings show that The Islamic financial market's success and development depend heavily on the diversification and the extent of the development of the Islamic financial instruments used in that market.

**Keywords:** Islamic Finance Islamic Sukuk, Islamic Finance Market

## مقدمة:

تُعتبر الأسواق المالية ضرورةً عصريةً وركيزةً أساسيةً من ركائز النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال قيامها بتجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مختلفة ومشاريع منتجة تسهم في عملية التنمية الاقتصادية خاصةً في الدول الإسلامية، وذلك في ظل قصور المصارف الإسلامية وعدم قدرتها على تقديم الموارد المالية الكافية لتمويل التنمية من جهة، وعجز القنوات التقليدية على تعبئة المدخرات اللازمة لتمويل التنمية من جهةٍ أخرى.

ولذلك فقد توجّه البحث والاهتمام نحو إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية، تنضبط بالضوابط الشرعية وتقوم على الالتزام الشرعي والأخلاقي في كافة عناصرها وهيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها، خاصةً وأنّ السوق المالية التقليدية وهي مجالها الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، تكتنفها العديد من المخالفات الشرعية وتشوبها الكثير من الصفقات والمعاملات المحظورة، فضلاً عن السلوكيات اللاأخلاقية التي باتت تميّزها.

ولعلّ أولى الخطوات وأهمّها لإنشاء سوق مالية تتوافق وضوابط الشريعة الإسلامية، تكمن في مدى وجود وتنوّع الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في هذه السوق، إذ أنّ نجاح الأسواق المالية وتطوّرها، يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوّع وتطوّر الأدوات المالية المتداولة فيها، وهو ما يستدعي تكثيف الجهود والعمل على تطوير أدوات مالية إسلامية تتوافق وأحكام الشريعة إصداراً وتداولاً، والتي من شأنها توسيع وتنشيط السوق المالية الإسلامية، بما يساهم في تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية.

ومن هنا تبرز إشكالية البحث الرئيسة التالية:

ما هو دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية؟

فرضيات الدراسة: تتبني هذه الدراسة الفرضية التالية:

تساهم الأدوات المالية الإسلامية وخاصةً الأسهم الإسلامية والصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية.

ولغرض الإجابة على إشكالية البحث الأساسية، سيتم معالجة المحاور التالية:

1. المحور الأوّل: المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية؛
2. المحور الثاني: دور الأسهم في تنشيط السوق المالية الإسلامية -دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية؛

### 3. المحور الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط وتفعيل الأسواق المالية.

#### المحور الأول: المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية

تعتبر السوق المالية الإسلامية أحد العناصر المهمة والأساسية في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية خاصة في الدول الإسلامية، ولأجل ذلك فقد حظي موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية لها مميزات وخصائصها التي تختص بها، ومبادئها وضوابطها التي تتقيد بها، بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة وتزايد الاهتمام بها.

#### أولاً: مفهوم وخصائص السوق المالية الإسلامية

لا يختلف مفهوم السوق المالية الإسلامية عن مفهوم السوق المالية التقليدية من حيث الجوهر وطبيعة العمل، إلا أنها تتميز عنها بانضباطها بأحكام الشريعة الإسلامية، وخلوها من كافة المخالفات والمخازير الشرعية.

1. مفهوم السوق المالية الإسلامية: لقد وردت تعريفات كثيرة بينت مفهوم السوق المالية الإسلامية، ومن هذه التعريفات نجد:

\*عرفت السوق المالية الإسلامية بأنها: "سوق منظّمة تتعقد في مكان معيّن وفي أوقات دورية، للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"<sup>0</sup>.

\*وعُرفت بأنها: "سوق منظّمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"<sup>0</sup>.

\*كما عرفت أيضاً بأنها: "المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تتمرير الأموال في إطار شرعي".

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها: الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللّاربوي لمدخراتها، إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللّاربوي لمشاريعها، من خلال أدوات مالية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً، فهي سوق تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها

وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها، وتهدف إلى المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية خاصة في البلدان الإسلامية.

2. **خصائص السوق المالية الإسلامية:** تختص السوق المالية الإسلامية بمميزات وخصائص عديدة تميّزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، وتتمثل أهم هذه الخصائص فيما يلي:

1. **خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية:** ينبغي أن تكون جميع عمليات السوق المالية الإسلامية خالية من أي محظور شرعي كالربا، الغرر، القمار والميسر... إلخ، كما أنّها لا تُقيّد فيها إلاّ الشركات التي لا تتعامل في المحرمات بيعاً ولا شراءً ولا بالفوائد أخذاً ولا عطاءً.

2. **خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية:** والتي تعمل على توجيه نشاطات السوق ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام وقواعد الشريعة في جميع معاملاتها، وهو ما يعمل على تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه السوق، لاطمئنانهم بأنّ جميع أنشطة السوق مطابقة لأحكام الشريعة.

3. **التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية:** تُتيح السوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي وحتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية تنضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول بها، ومن أهمّها: الأسهم العادية والصكوك الإسلامية.

4. **الاهتمام بالسوقين الأولى والثانوية بشكل متوازن:** تهتم السوق المالية الإسلامية بالسوقين الأولى والثانوية معاً وبشكل متكافئ، وهذا نظراً للعلاقة الوثيقة التي تربط بينهما، فكلّ منهما مكتمل وضروري للآخر.

#### ثانياً: مبادئ وضوابط السوق المالية الإسلامية

ينبغي أن تكون كل الصفقات والمعاملات التي تتم في السوق المالية الإسلامية منضبطة بالضوابط الشرعية ومتوافقة مع معايير الأخلاق المالية الإسلامية، وتتمثل أهم هذه المبادئ في ما يلي:

1. - **الخلو من الربا:** يُشترط لخلو السوق المالية الإسلامية من الربا، أن تتم كافة عقود المبادلات أو أسواق العملات وفقاً للضوابط الشرعية المتعلقة بأحكام الصرف وأحكام القبض، أي تتم خالية من كل أنواع الربا وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع المبلغ.

2. - **الخلو من الغرر:** يُشترط في جميع أشكال العقود والصفقات التي تتم في السوق المالية الإسلامية أن تكون خالية تماماً من الغرر المنهي عنه أو عدم التأكد الكثير والمفرط، والذي يظهر في

التعاملات المالية التي تتم من خلال بيع أصول مالية غير مملوكة للبائع وقت إبرام العقود والصفقات أو ما يُعرف بالبيع على المكشوف، والذي ينطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده المفسد لعقد البيع.

3. - **الخلو من القمار والميسر:** ينبغي أن تكون السوق المالية الإسلامية خالية تمامًا من كافة أشكال القمار والمكاسب التي تعتمد على ألعاب الحظ وتنطوي على دخل غير مكتسب (ميسر)، إذ أنه وبفعل تصرفات وسلوك المقامر ينحَوّل النشاط الرئيس للسوق المالية في أغلب الأحيان، من الاستثمار الحقيقي المنتج إلى استثمار وهمي وعمليات صورية يُوجّل فيها كل من الثمن والمثمن لغرض الاستفادة من فروقات الأسعار<sup>0</sup>.

4. - **الخلو من النجش:** النجش هو من قبيل الكذب والخداع لما فيه من الإضرار بأحد المتعاقدين على سبيل الخديعة بزيادة في ثمن الشيء أو مدحه أو ذمّه، ويظهر في الأسواق المالية من خلال نشر المعلومات والإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى خلق حركة مصطنعة في العرض والطلب، واستغلال نفسية المتعاملين الذين يحركهم في هذه الحالات الخوف لا العقل، ولذلك فهو تصرف مرفوض ومنهي عنه.

5- **الخلو من الاحتكار:** وذلك من خلال رفع السعر للاستفادة منه وتحقيق مكاسب مالية من فروقات الأسعار، وهو ما يتعارض مع المنافسة الحرة ويضرّ بالأفراد، وبالتالي فهو سلوك منهى عنه وينبغي حظره في السوق المالية الإسلامية لما فيه من الجشع والطمع والتضييق على المستثمرين.

6- **حرية التعاقد:** تُعتبر حرية التعاقد عنصرًا ضروريًا لصحة التعاقد، حيث لا يتم ولا يصح التعاقد إلاّ برضا الطرفين، ويجب ألاّ يتعرّض أحد أطراف التعاقد لأي نوع من الإكراه أو الإجبار على الدخول في صفقة معيّنة أو حرمانهم منها<sup>0</sup>، فالصفقة العادلة هي التي تكون بإرادة ورغبة جميع الأطراف؛

7- **حرية المنافسة:** يحق لجميع المستثمرين التجارة بأسعار يرون أنّها كفؤة وصحيحة، وهذا هو مفهوم العدالة المتأصلة في مصطلح "سوق عادل ومنظم"<sup>0</sup>. إذ ينبغي أن تتحدّد أسعار الأوراق المالية بفعل قوى العرض والطلب، لتتيح المجال بذلك للتنافس المشروع بين المتعاملين في هذه السوق.

8- **الشفافية والإفصاح الدقيق والمتساوي للمعلومات:** ينبغي أن تُبنى السوق المالية الإسلامية على الشفافية التامة والإفصاح الكامل وتساوي جميع المتعاملين من حيث الحقوق والواجبات، إذ من أخطر ما يصيب الأسواق المالية هو إخفاء المعلومات والبيانات أو إظهارها لفئة معيّنة وكنتمها عن الآخرين.

## رابعاً: وظائف وأهمية السوق المالية الإسلامية

تحتل السوق المالية الإسلامية وعلى غرار نظيرتها التقليدية مكانة كبيرة وأهمية بالغة في النظم الاقتصادية المعاصرة، ويأتي الاهتمام المتزايد بهذه السوق من خلال الوظائف المختلفة التي تقوم بها، ويتمثل أهمها في:

1. - **تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل خطط التنمية الاقتصادية:** تقوم السوق المالية الإسلامية بدور هام وبطرق شرعية بتعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها، وإعادة توزيعها واستثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية الحيوية المنتجة وذات العائد الأمثل.

2. - **توفير السيولة:** تُتيح السوق المالية الإسلامية للمستثمرين إمكانية تحويل كل أو جزء من أصولهم المالية إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أنّها سوق مستمرة دائمة وحرّة.

3. - **التحديد المناسب لأسعار الأوراق المالية الإسلامية:** تُساهم السوق المالية الإسلامية في جعل أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها عادلة وأقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، باعتبار أنّها سوق تتم فيها الصفقات بشفافية كبيرة، أي أنّ تحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.

4. - **تنويع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول:** تحرس السوق المالية الإسلامية على تنويع الخيارات الاستثمارية وتوفير تشكيلة متنوّعة من الأدوات الاستثمارية الإسلامية الحالية من كافة الشبّهات والمخظورات الشرعية، حيث تمنح كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الإسلامية، وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

5. - **توفير التمويل اللّاربوي والتخلّص من التبعية المالية والاقتصادية:** تعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل الذي تلجأ إليه الحكومات والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللّاربوي اللّازم لمشاريعها، كما تساهم في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل فيما بينها، ممّا يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يُمكن من خلاله التخلّص من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية.

6. - **إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج:** يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تقوم بدور هام في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، خاصّة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، كما يمكنها أيضاً أن تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالحرّات الشرعية.

## المحور الثاني: دور الأسهم في تنشيط السوق المالية الإسلامية- حالة سوق الكويت للأوراق المالية-

تُعد الأسهم المشروعة التي تُصدرها الشركات ذات النشاط الحلال والغرض المباح، من أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية، كما أنّها تشكل في الوقت ذاته أهم أدوات تمويل رأس المال في شركات المساهمة الإسلامية، حيث يعتبر وجود هذه الأسهم وجود لهذه الشركات.

### أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم

**1-ضوابط إصدار الأسهم:** إنّ عملية إصدار وتملّك الأسهم لها ضوابط شرعية ينبغي الالتزام والتقيّد بها، ومن هذه الضوابط يُكن ذكر ما يلي:

\*يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحًا ونشاطها مشروعًا ويحقّق مصلحة المجتمع، أمّا إذا كان غرضها غير مباح، فيحرم إنشاء الشركة ويحرم تبعًا لذلك إصدار الأسهم التي تتكوّن منها هذه الشركة.

\*ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة لدى الناس، بحيث تتّضح سلامة تعاملها ونزاهته، فلا يجوز التعامل في أسهم شركات يجهل المساهم فيها حقيقة الشركة<sup>0</sup>.

\*أن لا يترتب على التعامل بالأسهم أي محذور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل.  
\*يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أُصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إمّا حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإمّا بالقيمة السوقية<sup>0</sup>.

\*لا مانع شرعًا من فرض الشركات رسم الإصدار عند طرح أسهمها للاكتتاب، إذا كان مقدّرًا تقديرًا مناسبًا يتوافق مع التكاليف الفعلية للإصدار.

\*ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، ولذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل شريك مذكور عند التعاقد، فإن كان مجهولًا فسد العقد.

**2. ضوابط تداول الأسهم:** ينبغي لجواز تداول الأسهم بالبيع والشراء ضرورة توافر عدّة شروط

وضوابط شرعية يمكن إيجازها فيما يلي:

\*يمثّل السهم حصّة شائعة في شركة المساهمة وما يترتب لها أو عليها من حقوق، ومحل العقد عند تداول الأسهم هو هذه الحصّة الشائعة؛

\*يجوز تداول الأسهم بالشروط التالية:

- ألا تكون في الشركات ذات الأغراض والأنشطة المحرمة؛
  - ألا تكون في الشركات المتخصصة في بيع وشراء الديون على وجهٍ محرم؛
  - ألا تكون الأسهم ذاتها أسهمًا محرمة كالمحرم من الأسهم الممتازة؛
  - يجوز شراء أسهم الشركات وبيعها إذا كان نشاط الشركة مباحًا سواء كان استثمارًا أو متاجرةً.
- \* لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشتري مقابل رهن السهم، لما في ذلك من المراباة وتوثيقها بالرهن، كما لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع أو البيع على المكشوف أو البيع القصير، لما يترتب على ذلك من بيع الإنسان ما لا يملكه المنهي عنه شرعًا؛
- \* لا يجوز إبرام عقود المبادلات والمستقبليات والخيارات على الأسهم لما تتضمنه من محاذير شرعية عديدة.
- \* لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقودًا فقط، سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك، قبل أن تبدأ الشركة نشاطها أو عند التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض؛
- \* لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها ديونًا فقط إلا بمراعاة أحكام التعامل بالديون.

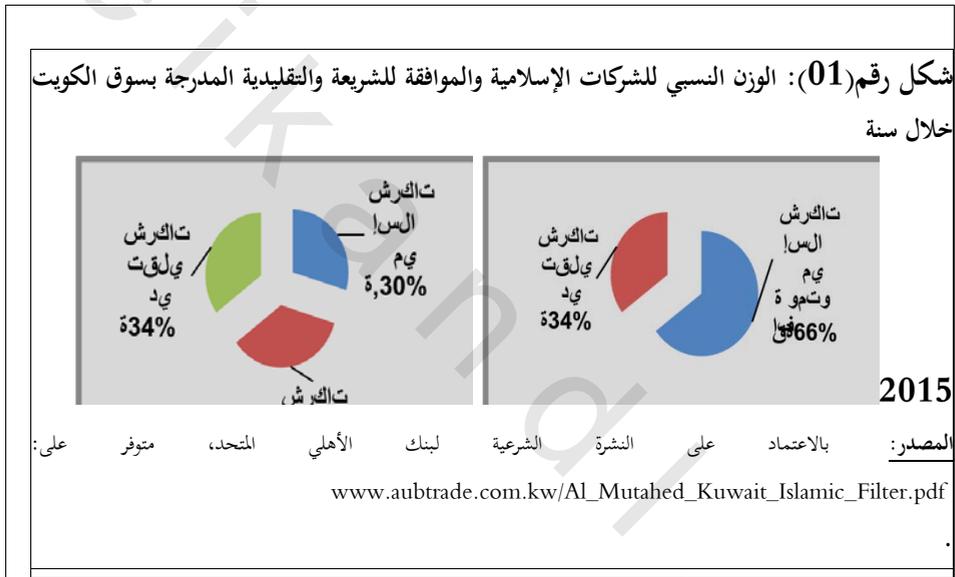
#### ثانيًا: دور أسهم الشركات الإسلامية في تطوير سوق الكويت للأوراق المالية

تحتل الشركات الإسلامية المدرجة بسوق الكويت مكانةً هامةً ولها الدور البارز في تنشيط هذه السوق، ذلك أنها تمثل حوالي ثلثي إجمالي الشركات المدرجة، كما تحوز تداولات أسهمها على اهتمام كبير من المستثمرين.

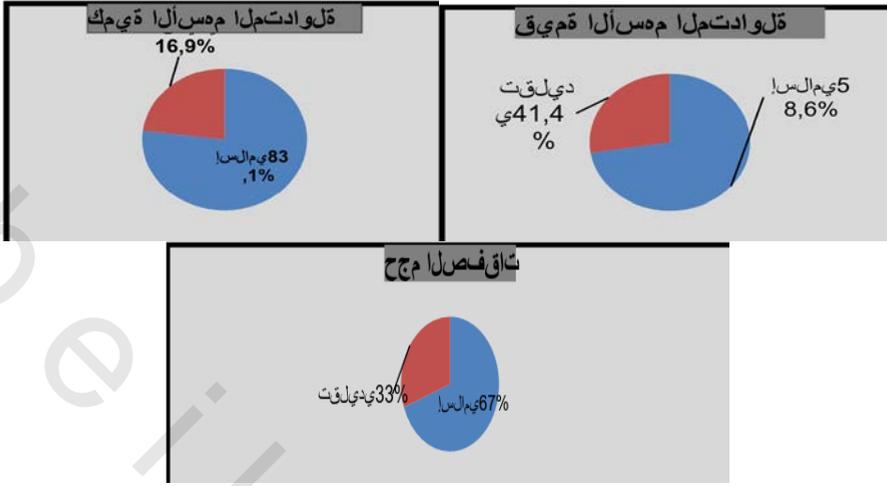
1. أهمية ومكانة الشركات الإسلامية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية: تُصنّف الشركات المدرجة في السوق المالية الإسلامية من وجهة نظر شرعية الى ثلاثة أصناف: شركات إسلامية تتعامل وفقاً للشريعة الإسلامية وذلك من خلال النص على ذلك في النظام الأساسي، وشركات أسهمها متوافقة مع متطلبات التداول الشرعية، وشركات أسهمها غير متوافقة مع متطلبات التداول الشرعية، ومن بين الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والبالغ عددها 199 شركة خلال سنة 2015، يوجد منها 60 شركة نظامها الأساسي إسلامي تمثل حوالي 30% من إجمالي السوق، و72 شركة متوافقة مع متطلبات التداول الشرعية، تشكل 36% من عدد شركات السوق، وهي موزعة على كافة قطاعات السوق، فإذا ما تمّ جمع الإسلامية والمتوافقة نجد أنّ السوق الإسلامي يستحوذ على نسبة ما يقارب 66% من مجموع الشركات المدرجة بالسوق، وهو يعطي نقطة قوة للشركات الإسلامية لتقترب من إمكانية إنشاء بورصة إسلامية كويتية خاصة.

ولقد ضمت كل قطاعات السوق الثلاثة عشر بدون استثناء شركات إسلامية أو موافقة للشريعة، اختلف عددها ووزنها النسبي من قطاع لآخر، ومن المتوقع أن تشهد سوق الكويت إدراج المزيد من الشركات الإسلامية، وهو الأمر الذي يؤكد أنّ الغلبة ستكون لأسهم هذه الشركات، خاصةً وأنّ معظمها من الشركات القيادية المدرجة في قطاع الاستثمار الذي يعتبر المحرك لأداء السوق الإسلامية، بسبب دخول هذه الشركات في مشروعات محلية وإقليمية تتجاوز قيمتها مئات الملايين.

**2 - نشاط تداول أسهم الشركات الإسلامية والمتوافقة:** بالإضافة إلى أنّ الشركات الإسلامية تشكل النسبة الغالبة من إجمالي السوق، فقد كان لها كذلك دور كبير ومهم في التأثير على نشاط التداول في سوق الكويت



شكل رقم (02): نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2015



**المصدر:** - بالاعتماد على: النشرة الشرعية لبنك الأهلي المتحد، متوفر على

الرابط: [www.aubtrade.com.kw/AI\\_Mutahed\\_Kuwait\\_Islamic\\_Filter.pdf](http://www.aubtrade.com.kw/AI_Mutahed_Kuwait_Islamic_Filter.pdf) - التقرير السنوي لسنة 2015، سوق

الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: [www.kse.com.kw/A/KSE](http://www.kse.com.kw/A/KSE)

لقد استحوذت أسهم الشركات الإسلامية والموافقة لأحكام الشريعة على حوالي 1,83% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة، بقيمة إجمالية بلغت 603,32 مليون سهم وذلك على حساب الأسهم التقليدية التي لم تتعد نسبة كمية أسهمها المتداولة سوى 9,16% من مجمل السوق، وقد شملت التداولات الأسهم الإسلامية في كافة قطاعات السوق، وفي ما يتعلق بحجم السيولة، فقد استحوذت أسهم الشركات الإسلامية والموافقة لأحكام الشريعة على أكثر من 6,58% من إجمالي قيمة التداول، أي بنحو 2180 مليون دينار، في حين لم تبلغ قيمة تداول أسهم الشركات التقليدية سوى 41% من مجمل قيمة التداول، كما أنه ومن مجمل الصفقات التي تم تنفيذها بسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2015، استحوذت الشركات الإسلامية والموافقة على حوالي 67% منها، أي ما يعادل 816,604 ألف صفقة، في حين كانت 33% من الصفقات من نصيب الشركات التقليدية، وقد شملت الصفقات المنقذة على الأسهم الإسلامية جميع قطاعات السوق دون استثناء.

**3 - القيمة السوقية لأسهم الشركات الإسلامية:** لقد بلغت القيمة السوقية للشركات الإسلامية فقط، أي التي تتعامل وفقاً للشريعة من خلال النص على ذلك في نظامها الأساسي سنة 2007 نحو 565,11 مليار دينار، تستحوذ على نسبة 5,20% من إجمالي قيمة السوق، ارتفعت سنة 2011 إلى حوالي 26% من إجمالي قيمة السوق، في حين بلغت منتصف 2013 نحو 22% من إجمالي قيمة

السوق التي بلغت نحو 049,30 مليار دينار، وهو ما يؤكد أهمية ومكانة وثقل الأسهم الإسلامية في التأثير على أداء سوق الكويت، فضلاً عن الإقبال الكبير الذي تشهده الأسهم الإسلامية من جانب المستثمرين الأفراد والصناديق والمحافظ الاستثمارية.

ومما سبق يتضح أنّ دولة الكويت تمتلك وتزخر بمستثمرين يفضلون العمل المالي الإسلامي على نظيره التقليدي، وهو ما يدل على أنّه خلال السنوات المقبلة ستزداد نسبة الإقبال على أسهم الشركات الإسلامية في السوق، ممّا يعزز وضع الكويت التي تحتضن ثاني أنشط أسواق المال في المنطقة، وعليه يمكن القول أنّ الشركات المالية الإسلامية وخلال الفترة المقبلة، سيكون لها الدور الأساسي والقيادي في الأسواق المالية العربية خصوصاً والإسلامية عمومًا وبما يشكل ثقلًا مؤثرًا على أدائها ونشاطها.

### المحور الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط وتفعيل الأسواق المالية

تمثّل الصكوك الإسلامية عنصراً أساسياً ورئيساً لسوق رأس المال الإسلامي وإحدى الأدوات المالية الإسلامية التي سيكون لها دور مهم في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية خاصةً في الدول الإسلامية.

### أولاً: أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة الأسواق المالية

تتضح الأهمية الكبيرة للصكوك الإسلامية المدرجة في بورصات الأوراق المالية في النقاط التالية:

1- إنّ ابتكار وتداول الصكوك الإسلامية في بورصات الأوراق المالية، له دور مهم في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى مختلف قنوات الاستثمار، وهو ما يُعد أمرًا حيويًا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد؛

2- تقدّم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك الإسلامية التي يمكن تداولها في البورصات بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فهي تعتبر أكثر إغراء للمدخرين ومصدرًا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين؛

3- إنّ تنوّع وتعدّد الصكوك الإسلامية يسمح بتوسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق، التي تشمل: صكوك الشركات والمؤسسات، صكوك المصارف الإسلامية، الصكوك الحكومية، على تنوّع في أشكالها.

4- إنّ إدراج الصكوك الإسلامية وتداولها في بورصات الأوراق المالية من شأنه توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في الأسواق المالية والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً؛

5- تُعدّ الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات الواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية، ويمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية؛

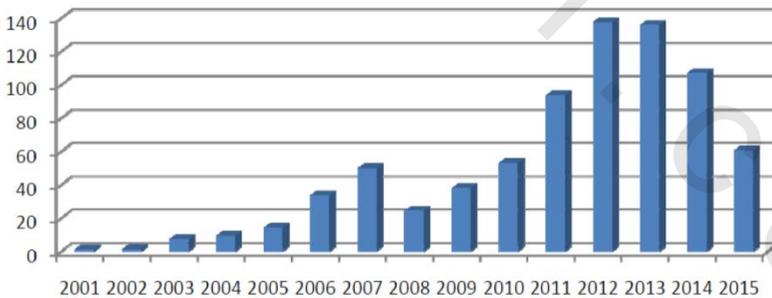
6- إنّ تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية وخلق سوق ثانوي لتداولها، بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار؛

7- زيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.

#### ثانياً: واقع الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية

إنّ عملية إدراج وتداول الصكوك الإسلامية لها دور مهم في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية، ولذلك فإنّ الأسواق المالية العالمية تتنافس للاستحواذ على أكبر عدد ممكن من الصكوك، وعليه وفي سنة 2015، فقد احتل سوق دبي المالي المركز الأول في إدراج الصكوك الإسلامية بقيمة 7,36 مليار دولار، تليه في المرتبة الثانية بورصة ماليزيا بمبلغ 6,26 مليار دولار، ثم تأتي بورصة إيرلندا في المركز الثالث حيث بلغت قيمة الصكوك المدرجة فيها نحو 5,25 مليار دولار، ثم بورصة لندن بقيمة 25 مليار دولار.

شكل رقم (03): إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001 إلى غاية سنة 2015 (مليار دولار)



Source:- International Islamic Financial Market, "A comprehensive study of the global Sukuk Market", Third edition, March 2016, p:05.

لقد بلغ إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001 إلى غاية سنة 2015 حوالي 737 مليار دولار، إلا أنّه ومن إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001 إلى غاية 2012، والتي تُقدَّر بنحو

426 مليار دولار وبعده إصدارات بلغ 2923 إصدار، فإنّ 23 % منها فقط تمّ إدراجها خلال هذه الفترة، حيث وصلت القيمة الإجمالية المتراكمة للصكوك المدرجة وعددها 224 صكاً إلى 26,100 مليار دولار، وبالتالي فإنّ حوالي 77% من الصكوك وعددها 2570 صكاً، التي تم إصدارها في هذه الفترة، غير مدرجة وتُفوق قيمتها 296 مليار دولار.

ورغم أنّ ماليزيا سيطرت وبقوّة على إصدارات الصكوك خلال هذه الفترة، إلّا أنّه ومن مجمل الصكوك المصدرة والبالغ عددها حوالي 1408 صك وقيمتها نحو 183 مليار دولار، تمّ إدراج 46 صك فقط تمثّل نحو 03% من عدد الصكوك القابلة للتداول والتي لا تمثّل سوى 12% من إجمالي قيمة الصكوك المصدرة، ويعود سبب ضعف عدد وحجم الصكوك المدرجة مقارنةً بالصكوك المصدرة في ماليزيا إلى الحجم الكبير للصكوك غير القابلة للتداول شرعاً، في حين بلغ عدد الصكوك المدرجة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعاً في نفس الفترة نحو 58 صك بقيمة 8,41 مليار دولار من مجمل 91 صك بلغت قيمتها الإجمالية حوالي 2,62 مليار دولار.

### ثالثاً: معوّقات تطوّر الأسواق الثانوية للصكوك الإسلامية

إنّ عملية إصدار وإدراج وتداول الصكوك الإسلامية تكتنفها بعض العراقيل والصعوبات التي تحول دون نجاحها وانتشارها بالدرجة التي هي عليها السندات التقليدية، وتتمثّل أهم هذه المعوّقات في:

1. صغر حجم السوق الأولية للصكوك الإسلامية مقارنةً بسوق السندات التقليدي، وهو ما يُساهم إلى حدٍ كبير في ضعف نسبة التداولات المسجّلة على مستوى الأسواق الثانوية للصكوك؛
2. أغلب الصكوك المصدرة غير قابلة شرعاً للتداول في الأسواق المالية إلّا بتوفر شروطٍ معيّنة، وخاصّةً منها صكوك المراجعة التي تصدّرت الصكوك المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2015 بقيمة 684,45 مليون دولار أو ما يمثّل حوالي 25% من إجمالي قيمة الإصدارات؛
3. انتهاج استراتيجية "الشراء والاحتفاظ" من قِبَل شريحة كبيرة من المستثمرين، ممّا يؤدي إلى انخفاض أحجام التداول على الصكوك عالمياً ممّا يؤثّر سلباً على سيولة الأسواق الثانوية لها، وذلك لأسباب أهمّها:

1- إنّ جاذبية الصكوك تدفع المستثمرين لتفضيل هذه الأداة والاحتفاظ بها باعتبارها أداة استثمارية شرعية ذات عائد مستقر وشبه ثابت مقارنةً ببدائل التوظيف الأخرى المتاحة في الأسواق الثانوية؛

2- إنَّ درجة تعقيد هيكله الصكوك الإسلامية كان سبباً في صعوبة تقييمها بالنماذج الكمية المشتركة، إذ يتطلَّب تقييم الصكوك إجراء تحليل دقيق للأصول الحقيقية وللتدفق النقدي المتأني منها، وبالتالي فمن الصعب اكتشاف واغتنام المتداولين لفرص بيع الصكوك في السوق الثانوية؛

3- تباين الآراء الفقهية في بعض أنواع الصكوك، ونقص الشفافية حول طبيعة ملكية الأصول واسترجاع الحقوق في حالة تخلف أو عجز الجهات المصدرة عن السداد، تُعد من بين الأسباب التي تنفر المستثمرين وتدفعهم للاحتفاظ بالصكوك التي يملكونها إلى غاية تاريخ استحقاقها؛

4. هيمنة الإصدارات القصيرة والمتوسطة الأجل على النسبة الأكبر من الإصدارات، بسبب تفضيل المؤسسات والمستثمرين الأدوات التمويلية قصيرة الأجل، وهو ما يُساهم إلى حد كبير في ضعف نمو السوق الثانوية للصكوك؛

5. تحتاج سوق التداول إلى تنشيطٍ من قبل الشركات والصناديق ذات السيولة الكبيرة، والتي عادةً ما يفضِّل مدراءها الاستثمارات المستقرة والطويلة الأجل التي تمثِّل العمود الفقري للأسواق الثانوية للسندات، ولا يولون أهمية كبيرة للأسواق الثانوية للصكوك بسبب قلَّة الصكوك طويلة الأجل.

#### رابعاً: سُبل وإجراءات تطوير الأسواق الثانوية للصكوك الإسلامية

من أهم العوامل الأساسية التي تساعد في نجاح تجربة إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وانتشارها وتطوير سوقها الثانوية، يمكن ذكر ما يلي<sup>0</sup>:

1. وجود سوق ثانوي متكامل ومتطوِّر يتم فيه تداول الصكوك الإسلامية، مع ضرورة العمل على نشر الوعي والترويج والدعاية اللازمة للصكوك الإسلامية؛

2. ضرورة وجود بنى تشريعية تنظِّم عمل الصكوك الإسلامية، مع محاولة سن القوانين اللازمة لتخفيض الضرائب على معاملات بيع وشراء الصكوك للمساعدة على تنشيط الأسواق الثانوية للصكوك؛

3. ضرورة الالتزام بالقرارات الفقهية في ما يتعلَّق بإصدار الصكوك الإسلامية، والعمل على وضع وتبني معايير شرعية موحَّدة متفق عليها دولياً؛

4. قيام وكالات تصنيف إسلامية بتقييم وتصنيف الصكوك الإسلامية المصدرة، مع ضرورة توسيع نطاق الإدراج المزدوج للصكوك لتوسيع انتشارها في مختلف الأسواق الثانوية خاصَّةً فيما بين الدول الإسلامية؛

5. إعداد مؤشر **Yield curve** يتم بموجبه تحديد القيمة الحقيقية للصكوك الإسلامية المصدر، بالإضافة إلى تطوير مؤشرات موثوقة للصكوك، مثل: "مؤشر داو جونز للصكوك" و"مؤشر تومسون رويترز العالمي للصكوك"؛

6. العمل على تدريب وتوفير الكوادر البشرية المؤهلة العاملة في مجال الصكوك الإسلامية.

7. قلة ومحدودية الصكوك المدرجة والمعروضة في الأسواق المالية سيُوسّع من فئة المستثمرين الذين ينتهجون استراتيجية "الشراء والاحتفاظ"، وهو ما يُؤدّي الى إضعاف حجم السوق الثانوية، ولذلك ينبغي على الجهات المصدرة تنويع إصدارات الصكوك من حيث:

\*تنويع إصدارات الصكوك الإسلامية من حيث الآجال؛

\*تنويع إصدارات الصكوك الإسلامية سواء من حيث العوائد أو من حيث مقدار المخاطر التي يكون المستثمر على استعداد لتحملها.

\*وعموماً، ورغم أنّ سوق الصكوك الإسلامية تواجه العديد من التحديات التي قد تبطئ من وتيرة نموها وتطورها، إلاّ أنّه من المتوقّع أن تشهد سوق الصكوك الإسلامية في الدول العربية والإسلامية على حد السواء رواجاً كبيراً خلال السنوات القادمة، خاصّةً مع توجهات دول المنطقة لإصدار تشريعات تسمح للمؤسّسات المالية الإسلامية بإصدار صكوك إسلامية، ممّا ييسّر بمستقبل واعد للسوق الثانوية للصكوك الإسلامية.

#### خاتمة:

أنّ نجاح وتطوّر الأسواق المالية الإسلامية يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى توقّر وتنوّع الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها، إلاّ أنّ الأسواق المالية عموماً تعاني من قلة ومحدودية هذه الأدوات، وهو ما يستدعي ضرورة توافر العديد من المتطلّبات والإجراءات اللازمة، والتي تمكّن هذه الأدوات التي تتفق وأحكام الشريعة إصداراً وتداولاً من القيام بدورها بفعالية ووفق ما نُظّر لها، ومن أهمّها يمكن ذكر ما يلي:

1- ضرورة إصدار القوانين والتشريعات التي تختص بتأسيس السوق المالية الإسلامية وتنظّم إجراءات التعامل فيها، حتّى لا تتعرّض للمقارمات والمضاربات التي تؤدّي إلى الانحراف بالمدخرات عن الاستثمار في المشروعات التي تحتاجها التنمية الاقتصادية في الدول الإسلامية؛

2- ضرورة إصدار التشريعات اللازمة ووضع وصياغة قوانين متكاملة من قبل الدول الإسلامية، للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً؛

3- ضرورة إنشاء مراكز متخصصة تتكفل بإدارة وتنظيم الأدوات المالية الإسلامية ووضع معايير فنية موحدة بين كافة المؤسسات المالية الإسلامية، مع ضرورة إعداد البحوث والدراسات وعقد المؤتمرات والندوات في قضايا المعاملات المالية المعاصرة لتقييمها وبيان الحكم الشرعي لها لتعديلها أو إيجاد البدائل الشرعية لها؛

4- ضرورة توحيد الفتاوى والمعايير المحاسبية تلبيةً لمقتضيات التعامل في السوق المالية الإسلامية؛ العمل على تقديم دورات تدريبية وورشات عمل خاصة للعاملين والمتعاملين في الأسواق المالية في الدول الإسلامية، مع ضرورة الاهتمام بتأسيس معاهد خاصة للتدريب لغرض تطوير الكوادر البشرية، ويمكن في هذه الحالة الاستعانة ببعض الخبراء من الدول ذات التجربة في هذا المجال.