



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



المرجع :/2019/

المهيدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

دور الصكوك في تطوير سوق الأوراق المالية دراسة حالة الإمارات العربية المتحدة

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية (ل.م.د.)
تخصص " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:
د. فريد مشري

إعداد الطالبة:
- لويذة بوطريف

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	سهام عيساوي
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	فريد مشري
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	ياسمينه ابراهيم سالم

السنة الجامعية 2018/2019



والحمد لله رب العالمين
والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

شكر وتقدير

أتوجه بالحمد والشكر والامتنان دائماً وأبداً

لمن على العرش استوى وخلق فسوى وقدر فهدي وأعطى كل شيء خلقه فهدي

لله سبحانه وتعالى

على نعمة التوفيق في إنجاز هذا العمل المتواضع.

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى أستاذي المشرف الدكتور: " فريد مشري " عن كل معلومة

أفادني بها وكل نصيحة قادني بها إلى المنحى الصحيح في مسار إنجازي للمذكرة .

ولكل من ساهم من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة في الوصول بهذه المذكرة إلى ما آلت

إليه.

إلى الأستاذتين عضوتي لجنة المناقشة:

الدكتورة: سهام عيساوي " رئيسة "

الدكتورة: ياسمينه إبراهيم سالم " مناقشة "

اللتين أشكر فيهما جميل صبرهما وحسن إنصاتها.

إهداء

بسم الله أبتدي وبه أهتدي وبرسوله أقتدي أحمد الله حمدا يليق به
وبعظمته وكماله، لا خالق ولا هادي غيره وبعد:

أهدي ثمرة جهدي إلى:

إلى روح أبي النقية الطاهرة

إلى أمي العزيزة الغالية

إلى إخوتي وأخواتي

إلى صديقاتي

إلى زملائي وزميلاتي

ملخص

الملخص:

تطورت الصكوك لتكون أداة فعالة لإدارة رأس المال والنمو، وتزايد الطلب العالمي عليها كأحد أهم الأدوات المالية الإسلامية التي تساهم في تمويل المشاريع الكبرى، وخاصة مشاريع البنية التحتية. والكثير من الجهات بدأت بالاعتماد على سوق الأوراق المالية الإسلامية كمصدر من مصادر التمويل بهدف زيادة العائد وتنويع الاستثمار، مما يوفر المزيد من الدينامية للنظام المالي الإسلامي، وتهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الصكوك في تطوير السوق المالي الإماراتي وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م).

وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك تحتل مكانا مهما في السوق المالي الإماراتي، خصوصا خلال الفترة ما بين: (2015-2018م)، إلا أن التعامل بالصكوك المحلية وذات آجال الاستحقاق المختلفة محدود جدا، فقد اقتصر التعامل في الغالب على الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي وذات آجال الاستحقاق المتوسطة.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، السوق المالية الإسلامية، مؤشرات أداء السوق المالي، سوق دبي المالي.

Abstract :

Sukuk developed to be an effective tool to manage capital and growth, and increasing global demand as one of the most important Islamic financial instruments that contribute in the financing of major projects, especially infrastructure projects.

A lot of actors began relying on the stock market of the Islamic finance as a source of funding in order to increase yield and diversify the investment, which provides a more dynamic Islamic financial system.

This study aims to highlight the role of sukuk in the development of the UAE financial market during the period between: (2000 -2018).

The study concluded that sukuk occupy an important place in the financial market of the UAE, especially during the period between: (2015 -2018).

However, handle sukuk, local and maturities is very limited, it has been proposed to deal mostly in sukuk denominated in U.S. dollars and maturities available.

Keywords: Islamic Sukuk, Islamic Financial Market, Financial Market Performance Indicators, Dubai Financial Market.

فهرس المحتويات

الصفحة	الفهرس
-	شكر وتقدير
-	الإهداء
-	الملخص
III - I	فهرس المحتويات
V	فهرس الجداول
VIII-VII	فهرس الأشكال
أ - هـ	مقدمة
53-1	الفصل الأول: التأصيل النظري للصكوك الإسلامية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية
3	المطلب الأول: نشأة وتعريف وخصائص الصكوك الإسلامية
10	المطلب الثاني: الأهمية والأهداف والعوامل المساعدة على نجاح إصدار الصكوك الإسلامية
13	المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية
31	المطلب الرابع: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية
34	المبحث الثاني: آلية إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية
34	المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية
37	المطلب الثاني: آلية تداول الصكوك
38	المطلب الثالث: آلية إطفاء " استرداد " الصكوك
39	المبحث الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية وأسسها المحاسبية والتنظيم القانوني لإصدارها
39	المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية واستردادها
41	المطلب الثاني: الأسس المحاسبية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية واستردادها
43	المطلب الثالث: التنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية
46	المبحث الرابع: ضمانات ومخاطر وتحديات تطوير الصكوك الإسلامية
46	المطلب الأول: ضمانات الصكوك الإسلامية
48	المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية
52	المطلب الثالث: تحديات تطوير الصكوك الإسلامية

53	خلاصة الفصل الأول
88-54	الفصل الثاني: مفاهيم حول السوق المالية الإسلامية
55	تمهيد
56	المبحث الأول: مدخل حول مفهوم السوق المالية
56	المطلب الأول: تعريف السوق المالية
57	المطلب الثاني: أهمية السوق المالية في الاقتصاد
58	المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي
62	المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية
62	المطلب الأول: نشأة ومفهوم وأهمية السوق المالية الإسلامية
66	المطلب الثاني: الشروط اللازمة لإقامة سوق مالية إسلامية ومقوماتها وضوابطها الشرعية
71	المطلب الثالث: وظائف وأنواع السوق المالية الإسلامية ومؤشرات كفاءتها وأدائها
82	المبحث الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية
82	المطلب الأول: تعريف الأدوات المالية الإسلامية
83	المطلب الثاني: خصائص الأدوات المالية الإسلامية
84	المبحث الرابع: أوجه التحدي في السوق المالية الإسلامية
84	المطلب الأول: المنهج الإسلامي لتطوير الأوراق المحرمة شرعا واقتراح البدائل
86	المطلب الثاني: منهجية وإجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية
88	خلاصة الفصل الثاني
133-89	الفصل الثالث: دور الصكوك في تطوير السوق المالي الإماراتي
90	تمهيد
91	المبحث الأول: تقديم عام للاقتصاد الإماراتي
91	المطلب الأول: الإمارات العربية المتحدة اقتصاديا
91	المطلب الثاني: الخصائص الرئيسية لاقتصاد الإمارات
92	المطلب الثالث: نشأة وتطور أسواق رأس المال في الإمارات العربية المتحدة
94	المبحث الثاني: السوق المالية الإسلامية بدبي
94	المطلب الأول: الإطار القانوني والمالي لشركة سوق دبي المالي
98	المطلب الثاني: السوق المالية الإسلامية بدبي
101	المطلب الثالث: المبادئ العامة والضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

104	المبحث الثالث: تحليل سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)
104	المطلب الأول: نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين (2006 - جوان 2017م)
107	المطلب الثاني: مكانة الصكوك مقارنة بباقي الأدوات المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م)
119	المطلب الثالث: تحليل هياكل الصكوك والإصدار والاستثمار في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)
123	المبحث الرابع: واقع وآفاق سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)
123	المطلب الأول: العوامل المساعدة لسوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة
126	المطلب الثاني: عوامل نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة
133	خلاصة الفصل الثالث
137-134	الخاتمة
148-138	قائمة المراجع

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
30-29	مقارنة بين أهم الصكوك الإسلامية	(1-1)
32	الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم	(2-1)
33	الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات	(3-1)
117	إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات في الفترة الممتدة ما بين: (2015- 2018م)	(1-3)
124	القوانين الرئيسية لإنشاء مركز دبي المالي العالمي	(2-3)
127	العوامل الرئيسية التي تدعم نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة	(3-3)

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
14	أنواع الصكوك الإسلامية	(1-1)
17	هيكل صكوك السلم	(2-1)
18	هيكل صكوك الاستصناع	(3-1)
19	هيكل صكوك المرابحة	(4-1)
20	هيكل صكوك المشاركة	(5-1)
21	هيكل صكوك المضاربة	(6-1)
24	هيكل صكوك الإجارة	(7-1)
27	هيكل الصكوك الهجينة	(8-1)
95	هيكل الملكية في شركة سوق دبي المالي كما في نهاية العام 2018م	(1-3)
105	إجمالي إصدار الصكوك في الإمارات العربية المتحدة مقابل الإصدار التقليدي في الفترة الممتدة ما بين: (2006-جوان 2017م)	(2-3)
106	إجمالي إصدار الصكوك السيادية الإماراتية مقارنة بالسندات السيادية في الفترة الممتدة ما بين: (2006-نهاية جوان 2017م)	(3-3)
107	صكوك الشركات الإماراتية مقابل الإصدار التقليدي في الفترة الممتدة ما بين: (2006-جوان 2017م)	(4-3)
108	تطور القيمة المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)	(5-3)
109	تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)	(6-3)
111	تطور القيمة السوقية في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)	(7-3)
112	توزيع رؤوس الأموال المجمعة من الجهات المصدرة في الفترة ما بين (2000-2018م) وفئات الأصول المدرجة كما في 31 ديسمبر 2018م	(8-3)
113	نسب رؤوس الأموال المجمعة السوق الأولية في الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م)	(9-3)
115	نسب فئات الأصول المدرجة في السوق الثانوية كما في 31 ديسمبر 2018م	(10-3)
118	إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات خلال الفترة الممتدة ما بين: (2015-2018م)	(11-3)

120	إصدارات صكوك الشركات في الإمارات العربية المتحدة حسب نوع العقد الشرعي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2006 - جوان 2017م).	(12-3)
121	إصدارات صكوك الشركات في الإمارات حسب القطاع خلال الفترة الممتدة ما بين: (2007 - جوان 2017م)	(13-3)
121	إصدارات صكوك دولة الإمارات العربية المتحدة مقابل إصدارات صكوك الشركات خلال الفترة الممتدة ما بين: (2006 - جوان 2017م)	(14-3)
128	العوامل المؤثرة في تطور سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة	(15-3)

مقدمة

لقد شهدت الأسواق المالية في الدول المتقدمة تطورا مهما على صعيد أدواتها وتقنياتها ويعتبر هذا التطور من أبرز سمات الاقتصادات المتقدمة .

ورغم أنها لا تزال تخطو خطواتها الأولى في الاقتصاديات العربية، إلا أنها قد قطعت خطوات مهمة في الدول المتقدمة، وبعض الدول النامية المصنعة حديثا ك: الإمارات العربية المتحدة، ماليزيا، السودان، إذ نجح العديد منها في تطوير أسواقها المالية، محاولة منها للحاق بركاب الدول المتقدمة.

ورغم الدور الكبير الذي تقوم به هذه الأسواق في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المختلفة مما يؤدي بدوره إلى تطوير الاقتصاد الوطني، لازال هذا الأمر مبهما لدى شريحة كبيرة من المتعاملين.

حيث أن نجاح الأسواق المالية وتطورها يعتمد اعتمادا وثيقا على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية المتداولة فيها، فإن الأمر يستدعي تكثيف الجهود والعمل على تطوير وابتكار أدوات مالية جديدة تلبى رغبات واحتياجات فئات جديدة من المتعاملين كابتكار الأدوات المالية الإسلامية التي تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً، وقد شكلت الصكوك أهم الملامح الجديدة للصناعة المالية الإسلامية المتعلقة بجانب الأسواق المالية التي تكمل وتسهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم نشاط الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى .

أمام هذا الواقع ارتأينا معالجة هذا الموضوع الذي يوضح ماهية الصكوك الإسلامية والسوق المالية الإسلامية من جهة، ودور هذه الصكوك في تطوير سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، وبصفة خاصة سوق الإمارات العربية المتحدة لذلك يمكن عرض إشكالية الدراسة على النحو التالي:

أولاً: طرح الإشكالية

يمكن صياغة إشكالية الدراسة كما يلي:

➤ ما هو دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية ؟

ويمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية :

➤ ما هي طبيعة الصكوك المتداولة في السوق المالي الإماراتي؟

➤ فيم تتمثل مكانة الصكوك في السوق المالي الإماراتي خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-

2018م)؟

ثانياً: فرضيات الدراسة

من أجل الإجابة على التساؤلات السابقة نضع الفرضيات التالية:

تداول الصكوك المقومة بالعملة المحلية بشكل أكبر من الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي في

السوق المالي الإماراتي.

تحتل الصكوك مكانة مهمة ومنتامية في السوق المالي الإماراتي خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-

2018م)

ثالثاً: أسباب اختيار موضوع الدراسة

هناك عدة أسباب منها ذاتية وأخرى موضوعية دفعت بنا إلى اختيار هذا الموضوع:

- الاهتمام بالمواضيع التي تعنى بالتوجه الإسلامي في الاقتصاد.
- اعتبار هذا العمل كمنطلق للوصول إلى درجة علمية وبحثية أعلى.
- إبراز أهمية ومكانة الأدوات المالية الإسلامية في تطوير وتنشيط الأسواق المالية.
- التطور الذي شهدته سوق الصكوك كأهم الأدوات التي يعتمد عليها في التمويل الإسلامي.

رابعاً: أهداف الدراسة

نهدف من وراء هذا العمل الوصول إلى مجموعة من النقاط أهمها:

- التعرف على الصكوك من خلال تحديد مفهومها، أنواعها، ضوابطها الشرعية وأسسها المحاسبية والقانونية.
- إبراز ماهية السوق المالية الإسلامية، وأدواتها، مؤشراتنا، والتحديات التي تواجهها.
- الوصول إلى الدور الذي تقوم به الصكوك كأداة مالية في تطوير السوق المالية .
- إسقاط الجانب المفاهيمي على السوق المالي الإماراتي في الجانب التطبيقي.

خامساً: أهمية الدراسة

- الزيادة المستمرة في الطلب وإقبال المستثمرين والمصدرين محلياً وعالمياً على الصكوك يعكس مكانة الصكوك كأداة تمويلية أساسية للحكومات والمؤسسات على حد سواء.
- تطورت الصكوك لتكون أداة فعالة لإدارة رأس المال والنمو، وتزايد الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الإسلامية التي تساهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى، وخاصة مشاريع البنية التحتية، نظراً لأن الصكوك أصبحت خياراً أكثر جاذبية للشركات في إطار تنويع وسائل التمويل المتاحة لديها من خلال مصادر إضافية، حيث ينظر إليها كمصدر رئيسي للتمويل بدلاً من التسهيلات المصرفية التقليدية وجذب المزيد من السيولة لتعزيز تمويل المشاريع والتوسعات المستقبلية.

سادساً: حدود الدراسة

تتمثل الحدود المكانية والزمانية لدراستنا في سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م) وذلك يرجع للأسباب التالية:

- أن دولة الإمارات العربية المتحدة حافظت على موقعها الرائد من حيث الحجم والقيمة في سوق الصكوك الدولية منذ عام 2001م، وتعتبر دولة الإمارات أكبر الفاعلين الرئيسيين في سوق الصكوك عالمياً، بفضل العوامل التي تؤهلها لذلك، سواء من حيث الحجم أو البيئة التنظيمية التي تمتلك مزايا منها في الوقت الراهن، فقد نالت دولة الإمارات العربية المتحدة المرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا، كأفضل منظومة متكاملة للاقتصاد الإسلامي حسب نتائج تقرير واقع

الاقتصاد العالمي لعام: 2018/2019م، وحلت دولة الإمارات في المرتبة الأولى في 5 قطاعات مقارنة مع 3 قطاعات في عام: 2017/2018م

سابعاً: منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى أهداف الدراسة استعنا بالمنهجين:

- المنهج الاستردادي (التاريخي): عند التطرق إلى نشأة كل من الصكوك الإسلامية والسوق المالية الإسلامية.
- المنهج الوصفي التحليلي: عند التفصيل في مضمون وحيثيات الدراسة من مفاهيم، ومؤشرات وتحليل لسوق الصكوك من جانب الإصدار، التداول والاستثمار في دولة الإمارات العربية المتحدة.

ثامناً: صعوبات الدراسة

- خلال إنجازنا للدراسة واجهتنا بعض الصعوبات خاصة في الجانب التطبيقي، ويمكن حصرها فيما يلي:
- سوق أبوظبي للأوراق المالية (ADX) لا يقدم أي معلومة حول الصكوك الإسلامية "إصداراً، إدراجاً أو تداولاً"، ولهذا اقتصرنا الدراسة على سوق دبي المالي (dfm).
- أهم الدراسات التي تناولت الصكوك الإسلامية كأداة مالية والدور الذي تقوم به في الأسواق المالية كانت باللغة الأجنبية "الإنجليزية"، والتي تطلبت وقتاً وجهداً في ترجمتها دون الإخلال في مضمونها.

تاسعاً: الدراسات السابقة

- فريد مشري، دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016/2017م، وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الدور الذي يمكن أن تؤديه الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008م، وخلصت هذه الدراسة إلى أن للأدوات المالية الإسلامية دوراً في تمويل البنوك الإسلامية على المدى القصير والطويل، كما أن البنوك الإسلامية تعتمد بشكل متزايد على الأدوات المالية الإسلامية في هيكلها التمويلي، خلاف دراستنا التي تناولت على الخصوص الصكوك كأداة مالية إسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية مع التركيز في الجانب التطبيقي على السوق المالي الإماراتي، وذلك في الفترة الممتدة ما بين 2000-2018م، وبالمقابل كان الإطار الزمني لهذه الدراسة مرتبطاً بالأزمة المالية العالمية 2008م.

- بليقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والمالي، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية بنوك وتأمينات، جامعة فرحات عباس-1 سطيف، 2017/2018م، وتهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهم مسببات الأزمات المالية، والتأكيد على أهمية الالتزام بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية كسياسة وقائية لتفادي تكرار الأزمات، وتحديد أهم سبل الوقاية منها وعلاجها في حال حدوثها، وفي الجانب التطبيقي

إجراء مقارنة لأثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الإماراتي والمالي خلال الفترة: 2006-2016م بغية معرفة دور الضوابط الشرعية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية، في حين تتناول دراستنا بالتفصيل متغيري الصكوك الإسلامية وسوق الأوراق المالية ودور الصكوك في تطوير هذه الأسواق وفي الجانب التطبيقي دراسة حالة للسوق المالي الإماراتي في فترة مختلفة عن هذه الدراسة والممتدة ما بين: (2000-2018م).

➤ **مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني** دراسة حالة بورصة ماليزيا "، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015م، وتهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر الأزمة المالية العالمية وحوكمة المؤسسات على الأسواق المالية بصفة عامة والناشئة بصفة خاصة، لأن التطبيق الجيد للحوكمة يزيد من الكفاءة ويقلل من الوقوع في الأزمة، وكذلك تزيد الكفاءة في تمويل الاقتصاد، كما أن الدراسة خلصت إلى أن لبورصة ماليزيا سوق عادي يتعامل فيه بأدوات تقليدية وآخر إسلامي يتم التعامل فيه بأدوات إسلامية وهي الصكوك، والتي تعتبر أكثر الأدوات المالية تداولاً، ويعتمد على مجموعة من المؤشرات في قياس درجة كفاءة السوق، كما خلصت إلى أن سوق ماليزيا متطور لكنه غير كفاء، فهذه الدراسة ركزت على متغير الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني وفي جانبها التطبيقي تناولت بورصة ماليزيا دون تحديد إطار زمني لها خلاف دراستنا التي تتناول بالتفصيل متغير الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية، وفي الجانب التطبيقي دراسة حالة للسوق المالي الإماراتي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)

➤ **شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية**، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف-1، 2013م/2014م، فقد جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية وخاصة منها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية حيث تبين أن نجاح هذه السوق وتطورها يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها، حيث أن إتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يضيف النجاح والتميز على أداء السوق المالية، ويعتبر من أبرز عوامل نموها وتماسكها، كما تبين أيضاً أنه ومن خلال الهندسة المالية الإسلامية يمكن تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية من شأنها توسيع وتنشيط السوق المالية الإسلامية، التي تكمل وتساهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى، فقد تناولت هذه الدراسة دور العديد من الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية عكس دراستنا التي كانت مرتكزة على أداة مالية إسلامية واحدة وهي الصكوك ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية وبشكل خاص السوق المالي الإماراتي

في الجانب التطبيقي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)، عكس هذه الدراسة التي أخذت بمتغير السوق المالية دون تحديد الإطار الزمني والمكاني لها.

➤ **سامح كامل الغزالي، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين، رسالة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة-**، فلسطين، 1436 هـ - 2015م، هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على معوقات إصدار الصكوك الإسلامية من قبل المصارف الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وتم تصميم استبانة مكونة من 36 فقرة تغطي كافة متغيرات الدراسة، وتوزيعها على مجتمع الدراسة المكون من 4 مصارف إسلامية تعمل في فلسطين وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود تخوف لدى المصارف الإسلامية من إصدار الصكوك الإسلامية لعدم وجود قدرة وخبرة كافية للعمل في الصناعة المالية بالإضافة إلى ضعف الوعي الثقافي لدى الجمهور الفلسطيني بأنواع الصكوك وطبيعتها وأهميتها إلى جانب غياب الوضوح الاقتصادي وعدم ملائمة الظروف البيئية المحيطة بالاقتصاد الوطني الفلسطيني مما يولد المخاوف حول تلك الصكوك كما أن غياب البيئة التشريعية والقانونية المناسبة لإصدار تلك الصكوك تشكل عائقاً أمام تلك المصارف بإصدارها ، بينما موضوع دراستنا يتناول دور الصكوك في تطوير الأسواق المالية دراسة حالة: الإمارات العربية المتحدة في فترة ممتدة ما بين: (2000-2018م) تختلف عن تلك التي تم تناولها في هذه الدراسة، وقد ركزت هذه الدراسة على الصكوك كأداة تمويل عكس دراستنا التي تتحدث عن الصكوك كأداة لتطوير السوق المالي.

عاشراً: هيكل الدراسة

بهدف الإلمام الجيد بموضع الدراسة، تم تناوله من خلال مقدمة وفصلين نظريين وفصل تطبيقي وخاتمة كما يلي:

- مقدمة: يتم فيها استعراض الإطار العام للدراسة من " إشكالية وفرضيات وأسباب اختيار الموضوع وأهمية وأهداف الدراسة وحدود الدراسة والمنهج المتبع في الدراسة، والدراسات السابقة وصعوبات وتقسيم الدراسة "؛
- الفصل الأول: ويتناول التأصيل النظري للصكوك الإسلامية؛
- الفصل الثاني: وينضوي تحت عنوان مفاهيم حول السوق المالية الإسلامية؛
- الفصل الثالث: دور الصكوك في تطوير السوق المالي الإماراتي؛
- الخاتمة: وتشمل النتائج العامة والتوصيات، وكذا الإجابة عن الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية التي تم طرحها في المقدمة، وإثبات صحة أو عدم صحة الفرضيات الموضوعية.

الفصل الأول:

التأصيل النظري للصكوك الإسلامية

تمهيد:

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أبرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي تعتبر بديلاً شرعياً للسندات الربوية، إضافة إلى كونها منتجاً إسلامياً أصيلاً، وقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية بشكل واضح في الآونة الأخيرة، وذلك لما تقدمه من ضمانات ومنافع مالية واستثمارية فريدة استقطبت العديد من المستثمرين ورؤوس الأموال .

إلا أن إصدار هذه الصكوك وتداولها في السوق المالي محفوف بالعديد من المخاطر كغيرها من الأوراق المالية الأخرى، كما تواجهها العديد من التحديات.

ويهدف هذا الفصل إلى معرفة التأصيل النظري للصكوك الإسلامية والذي قسم مضمونه إلى أربعة مباحث وهي:

- المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية؛
- المبحث الثاني: آلية إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية؛
- المبحث الثالث: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية وأسسها المحاسبية والتنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية؛
- المبحث الرابع: ضمانات ومخاطر وتحديات الصكوك الإسلامية.

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك واحدة من أهم الأدوات المالية الإسلامية وللتفصيل أكثر في ماهيتها سنخوض في نشأتها وتعريفها وخصائصها وكذا أهميتها، وأهداف الصكوك الإسلامية والعوامل التي تساعد على نجاح إصدارها والفرق بينها وبين الأدوات المالية التقليدية.

المطلب الأول: نشأة وتعريف وخصائص الصكوك الإسلامية

يتضمن هذا المطلب نشأة، وتعريف الصكوك الإسلامية، وخصائصها:

الفرع الأول: نشأة الصكوك الإسلامية

يعود سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي إلى مصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية بديلاً عن السندات المقترنة بفوائد ثابتة، حيث بدأ بعض الباحثين بطرح بدائل كـ "سندات المقارضة"، وهو مصطلح جديد طرح لأول مرة عام 1977م، والذي يعتبر اليوم أحد أنواع الصكوك الإسلامية، وفي عام 1983م صدر في تركيا نوع جديد من الصكوك الإسلامية، وهي "سندات المشاركة" وقد كانت مخصصة لتمويل بناء جسر البوسفور الثاني.¹

وقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي* المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الرابعة المنعقدة في جدة عام 1988م قراراً يتضمن الضوابط الشرعية لسندات المقارضة، وورد في هذا القرار اقتراح تسمية هذه الأداة الاستثمارية بصكوك المقارضة.²

ثم ظهرت دراسة في عام 1995م تتعلق بصكوك الإجارة وهي أول دراسة من نوعها بعنوان (سندات الإجارة والأعيان المؤجرة) للدكتور منذر القحف، وفي دورته الخامسة عشر بمسقط عام 2004م، أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي قراراً يتضمن ضوابط صكوك الإجارة.*

وكان المجلس الشرعي في هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية قد اعتمد معياراً شرعياً مفصلاً عن الصكوك أو ما يسمى "بصكوك الاستثمار" وذلك في اجتماعه العاشر المنعقد في المدينة المنورة في الفترة ما بين: 02 إلى 07 ربيع الأول 1424هـ الموافق لـ: 03 ماي 2003م.³

¹ عصام الزين الماحي، الصكوك المالية الإسلامية ودورها في تطوير وتعميق السوق المالي، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للاستثمار وأسواق المال، الجمهورية العربية السورية، 2008م، ب ص.

* مجمع الفقه الإسلامي الدولي إحدى الهيئات المنبثقة عن المؤتمر الإسلامي، تم تأسيسه في عام 1403هـ، جدة، المملكة العربية السعودية، يتكون من الفقهاء والعلماء والمفكرين في شتى مجالات المعرفة الفقهية والثقافية والعلمية، والاقتصادية، أعضاؤه من مختلف أنحاء العالم الإسلامي.

² القرار رقم: 30(3/4) "بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 04، جدة، المملكة العربية السعودية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد: 45، ج 3، 18-23 جمادى الثانية 1408هـ الموافق لـ: 6-11 فيفري 1988م، ص: 1809.

* القرار رقم: 137 (3/15)، بشأن صكوك الإجارة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 15، مسقط، سلطنة عمان، 14-19 محرم 1425هـ الموافق لـ: 6-11 مارس 2004م.

³ المعيار الشرعي رقم: 17، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 1437 هـ، ص: 483.

ثم انتشر بعد ذلك التعامل بالصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية، وقد تميزت بعض هذه الدول بالتوسع والتنوع في مجال إصدار الصكوك لمواجهة العجز في ميزانيتها، وتعزيز الإنفاق العام، وتوفير الأموال اللازمة لبناء المنشآت الحيوية، ك: ماليزيا التي تعتبر السوق الأولى للصكوك الإسلامية، وكان أول إصدار للصكوك في ماليزيا، عام 1955م لبناء محطة طاقة كهربائية بقيمة 350 مليون دولار أمريكي، كما بدأت البحرين في إصدار صكوك الإجارة والسلم عام 2001م، بالإضافة إلى السودان، باكستان، الإمارات العربية المتحدة، إندونيسيا، وغيرها من الدول.

ولم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية على مستوى البلاد الإسلامية، بل انتشر إلى بعض الدول الأوروبية مثل: ألمانيا وبريطانيا، ففي عام 2008م، أعلنت الحكومة البريطانية عزمها إصدار صكوك إسلامية لتمويل الموازنة العامة للدولة، ولا تبدو الصكوك غريبة عن بريطانيا، التي تسعى لأن يكون حي المال والأعمال في عاصمتها لندن مركزا لعمليات التمويل الإسلامي الدولية، لكن إصدار الصكوك اقتصر حتى الآن على الشركات في الدول الغربية، وبذلك تكون الحكومة البريطانية أول حكومة غربية تصدر صكوكا.¹

الفرع الثاني: تعريف الصكوك الإسلامية

حتى نتوصل إلى فهم دقيق للصكوك الإسلامية يستوجب علينا بداية تعريفها لغة، ثم اصطلاحا فقهيًا واقتصاديًا " حسب الباحثين وحسب الهيئات والمنظمات " .

أولاً: لغة

الصكوك جمع " صك " وقد ورد مفهوم الصك في معاجم اللغة بعدة مفاهيم، حيث جاء بمعنى الضرب، لما جاء في قوله تعالى: « فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صَرَِّ فَصَكَّتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ » الآية 29 من سورة الذاريات، والصاد والكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، حتى كأن أحدهما يضرب الآخر، والصك: الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل هو الضرب عامة بأي شيء كان صَكَّهُ يَصْكُهُ صَكًّا. كما ورد معنى للصك كأداة لحفظ الحقوق: والصك الذي يكتب للعهد، وهو فارسي معرب أصله جَكَّ وورد الصك على أنه الكتاب الذي يكتب في المعاملات والأقارير، كما ورد على أنه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه.²

¹ أحمد مصطفى، مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية والشريعة في بريطانيا، BBC العربية-اقتصاد وأعمال-، هيئة الإذاعة البريطانية، بريطانيا، تاريخ الإصدار: 17 مارس 2008م، متوفر على الموقع الإلكتروني:

. http://news.bbc.co.uk/hi/arabic/business/newsid_7299000/7299940.stm ، تاريخ الإطلاع: 2019/02/13 على الساعة:

11:30.

² عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات لايتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 05-06 ماي 2014 م، ص: 06.

ثانيا: الاصطلاح الفقهي

كان الفقه الإسلامي سابقا في وضع معنى للصكوك الإسلامية، فقد ورد عن الإمام النووي أن: « الصكوك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين، ويجمع أيضا على صكوك والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره فيبيع صاحبها ذلك لإنسان قبل أن يقبضه، وقد اختلف العلماء في " الأصح عند الصحابة وغيرهم " جواز بيعها ومنعها فمن منعها أخذ بظاهر قول أبي هريرة وبحجته ومن أجازها تأول قضية أبي هريرة على أن المشتري ممن خرج له الصك باعه لثالث قبل أن يقبضه المشتري فكان النهي عن البيع الثاني لا عن الأول لأن الذي خرجت له مالك لذلك ملكا مستقرا وليس هو بمشترٍ فلا يمتنع بيعه قبل القبض ». .

ويستخلص مما سبق أن هناك نوعين من الصكوك تحدث عنهم الإمام النووي، النوع الأول كما جاء في بداية الحديث أن الصكوك أداة لإثبات الدين، فهي بذلك أوراق تثبت حقا في الدين فقط، ولم يتحدث عن عملية بيعها وبالتالي هي مجرد أداة إثبات لا علاقة لها بالسندات الربوية المعروفة حاليا، وعليه فإن الصكوك الإسلامية تعد منتجا أصيلا بذاتها ولم تستحدث لتحل مكان السندات الربوية أو تكون بديلا لها، أما النوع الثاني فهي تلك الأوراق التي تثبت حقا في طعام أو غيره (دون الدين)، وإذا ما تمت المقارنة بالنوع الثاني يمكن ملاحظة أنه الحق مثبت في الطعام وهو ما يتطابق مع الصكوك الإسلامية التي تمثل حقا أو ملكية في موجودات معينة.¹

ومن هذا المنطلق يمكن القول أن الصكوك الإسلامية كان لها تطبيقات سبقت التطبيقات الموازية لها في الاقتصاد التقليدي والمتمثلة في السندات الربوية، وسبب غيابها يرجع لتأخر ظهور المؤسسات المالية الإسلامية التي جاءت لتصحح بعض الأخطاء بين معتقدات المسلمين ومعاملاتهم.

ثالثا: الاصطلاح الاقتصادي

ونتناول في هذا العنصر الاصطلاح الفقهي للصكوك حسب الباحثين وحسب الهيئات والمنظمات:

➤ حسب الباحثين:

تعددت عبارات الباحثين من قانونيين واقتصاديين وفقهاء لتعريف الصكوك، نوجزها في فيما يلي:

التعريف الأول

« أوراق مالية ذات مدة قابلة للتداول تثبت ملكية حملتها لأصل مولد لدخل دوري»²، وتتسم بأنها: « ذات مخاطر متدنية وإيراد قابل للتوقع».³

¹ عيد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، المرجع السابق، ص: 06.

² محمد علي القري، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009م، ص: 02.

³ محمد علي القري، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009م، ص: 02.

التعريف الثاني

« أوراق مالية تثبت لصاحبها حقا شائعا، في ملكية المال المراد تقليبه في مشروع تجاري، من أجل الحصول على الأرباح ».¹

التعريف الثالث

« وثائق أو شهادات (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها عند إصدارها واستخدام حصيلتها بالاككتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها ».²

➤ حسب الهيئات و المنظمات:

وفيما يلي نوجز بعضاً من التعاريف التي أقرتها بعض الهيئات والمنظمات الإسلامية، ومنها:

• تعريف الصكوك من طرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية

عرف "مجلس الخدمات المالية الإسلامية"، الصكوك على أنها:

« شهادات يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في الموجودات العينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة ».³

• تعريف الصكوك من طرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي

وقد عرف "مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي هذه الأداة على أنها:

« أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه ».⁴

¹ عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-26 ماي 2010م، ص: 02.

² معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-26 ماي 2010م، ص: 07.

³ يقع مقر مجلس الخدمات المالية الإسلامية " IFSB " بماليزيا أسس في نوفمبر 2002م، تم تشكيل هذا المجلس كمنظمة لوضع المعايير والتنظيم والرقابة الموجهة بالأساس للمؤسسات المالية الإسلامية بصفة عامة، وذلك بهدف ضمان الكفاءة والاستقرار في عمل هذه المؤسسات.

⁴ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، ماليزيا، جانفي 2009م، ص: 03.

⁴ القرار رقم: 30(3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مرجع سابق، ص: 1809.

• تعريف الصكوك من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

في حين ارتأت "هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية" *، إطلاق اسم الصكوك الاستثمارية بدلا من الصكوك الإسلامية، وذلك تمييزا لها عن الأسهم والسندات، وعرفت في المعيار رقم (17) من كتاب المعايير الشرعية للصكوك الإسلامية بأنها: « وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع، أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله ».¹

ومن خلال ما سبق يمكن صياغة وتعريف الصكوك الإسلامية على أنها: وثائق استثمارية متساوية القيمة، تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقد والديون) إما أن تكون قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تصدر بموجب عقود شرعية وضوابط تفصل مالكيها ومصدرها، ويحدد العقد شروط إدارتها وتداولها.

الفرع الثالث: خصائص الصكوك الإسلامية

للصكوك الإسلامية خصائص لا بد من توافرها، حتى يكون إصدارها وتداولها، والأرباح المحققة منها موافقا لأحكام الشريعة الإسلامية من جهة، ومحققا للغرض من إصدارها من جهة أخرى، وهذه الخصائص تمتاز بها عن الأدوات المالية الأخرى، وهي:²

أولاً: تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في الموجودات

تمثل الصكوك حصصا شائعة في ملكية موجودات لها عائد ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وقد تكون هذه الموجودات أعيانا أو منافع أعيان أو خليط من الأعيان والمنافع والديون، وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط، وهو شريك على الشيوع لبقية ملاك الصكوك في المال الذي تمثله هذه الصكوك، ولا تقتصر على حصته في الأرباح فذلك هو شأن المضارب (الذي يدير عمليات الاستثمار ولا يشارك بماله) أما رب المال في المضاربة أو الشريك المساهم أو حامل الصك فهو مالك لحصة الموجودات ولا يتنافى ذلك مع تقييد تصرفه فيما يملك بحيث لا يمكنه بيع جزء من تلك الموجودات بما يتناسب مع ملكيته، وذلك لتعلق حق الغير وحفظ حقوق جميع المستثمرين في وعاء موحد مشترك، وهذا

* تم إنشاؤها بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1990/02/26م، في الجزائر بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح وتهدف الهيئة إلى تطوير معايير الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية: معايير المحاسبة والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية، كما تسهم الهيئة إسهاما كبيرا في عملية التطوير المهني لهذه الصناعة، وتتجاوز عضوية الهيئة 155 مؤسسة مالية من أكثر من 40 بلد وتتخذ من مملكة البحرين مقرا لها.

¹ المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سابق، ص: 467.

² فؤاد محمد أحمد حسين، ملخص دراسة: الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، لأطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 19، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 01-05 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق ل: 26-30 أبريل 2009م، ص ص: 18 - 21.

ما يجعل ربح الصك الاستثماري مشروعاً، وعلى أساس تحمل حامل الصك المخاطر التي قد تلحق بهذه الموجودات.

ثانياً: من حيث العائد

لا يكفي اعتبار حامل الصك مالكا لحق مالي في العائد أو في ارتفاع قيمة الصك فقط وهو ما يطلق عليه ملكية حقوق الورقة المالية فقط دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات، فإنه بهذا الاعتبار الخاطئ يقتصر حامل الصك على تحصيل الربح المحدد فيه دون تحمل تبعات الهلاك، وهذا التخريج غير مقبول في المنظور الشرعي الذي يقرر بأن استحقاق الربح يكون بمقدار الاستعداد لتحمل المخاطرة على أساس القاعدة الشرعية الغنم بالغرم.

ثالثاً: الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح

إن الصك المالي يعطي حامله حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقاً من قيمته الاسمية، وحصة مالك الصك من أرباح المشروع تحدد بالنسبة وقت التعاقد، أي في نشرة الإصدار التي تسبق الاكتتاب أو في الصك المالي نفسه، بحيث تتضمن هذه النشرة أو الصك حصة المضارب وحصة أرباب المال من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع أو في فترات دورية معينة.

فإذا كان الصك يعطي حامله مبلغاً محدداً أو نسبة معينة من قيمته الاسمية أو يعطيه حصة من الربح غير محددة في نشرة الإصدار أو في الصك نفسه أو يحددها المضارب في نهاية المشروع أو في الصك نفسه أو يحددها المضارب في نهاية المشروع أو في فترات دورية لاحقة، لم يكن صكاً مالياً إسلامياً، فلا يجوز إصداره ولا تداوله، ولا يحل العائد منه، ذلك أن العلم بمحل التعاقد شرط عند التعاقد لا بعده، ومحل عقد المضاربة هو رأس المال، والربح، وحصة المضارب، وحصة رب المال من الربح.

رابعاً: الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة

يقوم مبدأ إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية على نفس الأسس التي تقوم عليها المشاركات في القواعد المالية الإسلامية، من حيث العلاقة بين المشتركين فيها بالاشتراك في تحمل الخسارة مقابل استحقاق الربح، وهو مبدأ الغنم بالغرم، وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع، فهو يتحمل بحصته أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيه، لأن حملة الصكوك (أرباب المال) يملكون ملكية مشتركة، وتلف المال، وهلاكه، وخسارته على مالكه وفقاً لقواعد الشريعة.

خامساً: الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية

فإذا كانت حصيلة الاكتتاب تستثمر في أنشطة محرمة كصناعة الخمر، والإقراض بفائدة فإن الصك الاستثماري لا يعد إسلامياً ولا يجوز إصداره، ولا تداوله، ولا يحل الربح العائد منه، لأن إصدار هذه الصكوك، وتداولها يعد مساهمة في نشاط محرم، والربح العائد منه هو ربح في نشاط لا تجيزه الشريعة الإسلامية.

سادسا: الصكوك تصدر بفئات متساوية

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الاستثماري الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية، ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية، والتي تصدر بفئات متساوية.

سابعا: تحمل أعباء الملكية

يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو الهبوط في القيمة، فإن هذه المصاريف تكون على حامل الصك وليس على المستفيد من منفعة الموجودات إلا إذا كانت هذه المصاريف تشغيلية أو دورية منضبطة فإنه يمكن اشتراطها على المستفيد من تلك الموجودات، ويظل حامل الصك ملتزما بالأعباء المتعلقة بالصيانة الأساسية لأنه مسؤول عن ضمان استمرار تولد المنفعة لهذه الموجودات، ولأنه يتحمل تبعه هلاكها.¹

ثامنا: التداول محكوم بضوابط شرعية

كون الصك ورقة مالية فالأصل أن تكون قابلة للتداول أي للبيع، والهبة، والرهن، وغيرها من التصرفات الشرعية، باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في مال، فيكون حكمها حكم المال الذي تمثل حصة شائعة فيه، فتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية يخضع للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، فإن كانت أعيانا أو منافع فإنها تتداول حسب الاتفاق من حيث السعر أو التأجيل، أما لو كانت الموجودات الممثلة للصكوك لا تزال مقابل ديون فقط كصكوك المرابحة والسلم فلا تتداول هذه الصكوك إلا بشروط الديون أو كانت نقودا فقط فلا تتداول إلا بشروط الصرف، وقابلية الصك الاستثماري الإسلامي للتداول تعد من أهم خصائص الأوراق المالية، وذلك لتحقيق الأغراض التي ابتكرت من أجلها هذه الأوراق.

تاسعا: استناد الصك على عقد شرعي

تصدر الصكوك الإسلامية على أساس عقود شرعية بضوابط تنظم إصدارها، فالصكوك الإسلامية تصدر بصيغ التمويل الإسلامية كافة كالمضاربة والإجارة، والمزارعة، والسلم، وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها، وتختلف أحكام الصك تبعا لاختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، فصكوك المضاربة تحكمها أحكام، وضوابط المضاربة، وصكوك الإجارة تخضع لأحكام، وضوابط عقد الإجارة الشرعية، ويقاس على ذلك ما سواهما من صكوك استثمارية إسلامية، فإذا تضمنت نشرة الإصدار حكما يخالف هذه الأحكام لم يكن الصك إسلاميا، ولا يجوز إصداره ولا تداوله ولا يحل العائد منه.²

¹ فؤاد محمد أحمد حسين، مرجع سابق، ص: 19.

² المرجع نفسه، ص: 20.

عاشرا: انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك)

يتنافى الضمان مع كل من المضاربة أو الوكالة أو الشركة، وهي الصيغ التي تدار بها السندات غالبا، فلا يتحمل المصدر الخسارة، ولا يضمن رأس المال لحامل الصك لأن ذلك يحول العملية إلى شكل من أشكال الربا المحرم، إذ يحصل حامل الصك عندئذ على ربح لما لا يكون ضامنا له، وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن ربح ما لم يضمن، وكذلك الحال في بقية المشاركين (حملة الصكوك)، فلا يضمن أحد غيره، فإذا تضمنت نشرة الإصدار أو الصك المالي شرط ضمان مخاطر الاستثمار في المشروع على المضارب، لم يكن صكا جائزا شرعا.

المطلب الثاني: الأهمية والأهداف والعوامل المساعدة على نجاح إصدار الصكوك الإسلامية

يتحدث هذا المطلب عن أهمية الصكوك وأهدافها وكذا العوامل المساعدة على نجاح إصدارها:

الفرع الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

تكمن أهمية الصكوك الإسلامية في مجموعة من النقاط نذكر من بينها: ¹

أولاً: تجميع وحشد المدخرات

تعتبر الصكوك أداة تساعد في جمع رأس المال لتمويل المشروعات الاستثمارية من خلال تعبئة مواردها من المستثمرين، فتتوسع إصداراتها من حيث آجالها، مما يجعلها قادرة على تعبئة المدخرات من مختلف هذه الفئات، وأبرز مثال على هذا صكوك صناديق الاستثمار.

ثانياً: إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي

إن آلية الفوائد المسبقة " الربا " في الاقتصاد الوضعي تؤدي إلى تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة، وهذا ما يجعل الاقتصاد المالي يطغى على الاقتصاد الحقيقي، أما في الاقتصاد الإسلامي فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي، وتعتبر الصكوك مثالا حيا في تحقيق التوازن المنشود، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك*، بالإضافة إلى ابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح.

كما يمكن استخدام الصكوك كأحدى أدوات السياسة النقدية، حيث إنها تتيح الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدامها ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي، بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها. ²

¹ السعيد بركة وسناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية - تجربة السودان أنموذجا -، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد: 05، المركز الجامعي ميله، الجزائر، جوان 2017م، ص: 188، 187.

* يقصد بالتصكيك حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا".

² عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 18.

ثالثاً: مصدر لتمويل المشاريع

تساهم الصكوك الإسلامية في تمويل مختلف المشاريع، سواء كانت استثمارية أو ذات النفع العام.

➤ تمويل المشاريع الاستثمارية:

إن تنوع الصكوك يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة، وتعتبر صكوك المشاركة هي الأكثر ملائمة لتمويل كافة أنواع الاستثمارات، كما تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية.

➤ تمويل مشاريع ذات النفع العام:

حيث تلبي الصكوك احتياجات الحكومة من حيث تمويل المشاريع الضخمة ذات النفع العام، والتي لا ترغب الحكومة في إقامتها على أساس الربح.

رابعاً: الرفع من كفاءة السوق المالي

إن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المستثمرين، والمدخرين، والحكومات، يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية من خلال:

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق؛
- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك إصداراً وتداولاً؛
- رفع كفاءة السوق المالي من خلال إكسابه ميزتي العمق والسيولة؛
- تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق.¹

خامساً: تمويل عجز الموازنة العامة

بالرغم من أن الأدوات المالية التقليدية تعطي حلول مؤقتة لإشكالية عجز الموازنة العامة، إلا أنها تتسبب لاحقاً في زيادة نفقاتها، وإحداث آثار تضخمية، وزيادة الأعباء العامة على الأجيال الحالية والقادمة نتيجة طبيعتها الربوية والتضخمية؛ وتعتبر الصكوك الإسلامية أحد أهم الابتكارات القادرة على أن تكون البديل الأنسب لهذه الأدوات في تمويل عجز الموازنة العامة.²

سادساً: التحوط من المخاطر

تمكن الصكوك عند استخدامها من تخفيف درجة المخاطر التي تواجه البنوك، والمؤسسات المالية، بمعنى تدنيها، والتعامل معها بكفاءة، وذلك عن طريق التنوع في آجال واستخدامات الصكوك.

سابعاً: تحقيق التوزيع العادل للثروة

تعد الصكوك وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، فالصكوك القائمة على أساليب المشاركة تتضمن عموماً عدالة توزيع الأرباح.

¹ السعيد بركة وسناء مرابطي، مرجع سابق، ص: 188 .

² المرجع نفسه ، ص: 188 .

ثامنا: القضاء على مشكلة البطالة والأموال المعطلة

يقوم الاستثمار الإسلامي على مبدأ " ساهم غيرك بالمال والعمل ليكون القضاء على البطالة أمرا مكتملا "، وهذا هو حال الصكوك الإسلامية والتي تساهم في القضاء على مشكلة البطالة.¹

الفرع الثاني: أهداف الصكوك الإسلامية

تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:

أولاً: المساهمة في جمع رأس المال لتمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع؛

ثانياً: تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات، والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل؛

ثالثاً: تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك حيث يتم التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتقعا.²

الفرع الثالث: العوامل المساعدة على نجاح تجربة إصدار الصكوك

ويمكن القول أن العوامل التالية عوامل تساعد في نجاح تجربة إصدار الصكوك:

- ضرورة وجود بنى تشريعية تنظم عمل الصكوك؛
- ضرورة وجود سوق ثانوي للصكوك الإسلامية؛
- أهمية إجراء مزيد من الدراسات والأبحاث الاقتصادية التي تبين الفوائد الاقتصادية لإصدار هذه الصكوك؛
- نشر الوعي والترويج للصكوك الإسلامية؛
- الإدراج المتقاطع للصكوك الإسلامية فيما بين الدول الإسلامية؛
- إعداد مؤشر منحنى العائد (yield curve)*، والذي يتم بموجبه تحديد القيمة الحقيقية للصكوك المصدرة؛

¹ المرجع نفسه، ص: 189.

² سامح كامل الغزالي، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين-، رسالة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة-، فلسطين، 1436 هـ - 2015م، ص: 22.

***منحنى العائد (Yield Curve):** هو منحنى يوضح أسعار الفائدة في نقطة زمنية محددة للسندات ذات الجودة الائتمانية المتساوية ولكنها ذات تواريخ استحقاق مختلفة. يقارن منحنى العائد الأكثر شيوعاً بين سندات الخزينة الأمريكية ضمن ثلاث أشهر وعامين وخمس سنوات و30 عاماً، ويستخدم منحنى العائد كمقياس للدين في السوق مثل: معدلات الرهن العقاري (Mortgage Rates) أو أسعار الفائدة على القروض البنكية كما أنه يستخدم للتنبؤ بالتغيرات في الناتج الاقتصادي والنمو. يعطي شكل منحنى العائد فكرة عن تغيرات معدل الفائدة المستقبلية (Interest Rate) والنشاط الاقتصادي وذلك من خلال ثلاث أنواع رئيسية من أشكال منحنى العائد: الشكل الطبيعي والشكل المقلوب أو المعكوس و الشكل المسطح أو المحدب، حيث يشير شكل المنحنى الطبيعي إلى أن سندات الاستحقاق طويلة الأجل ذات عائد أعلى مقارنة بالسندات قصيرة الأجل بسبب المخاطر المرتبطة بالوقت. ويشير المنحنى المقلوب إلى أن العائدات قصيرة الأجل أعلى من العائدات طويلة الأجل مما قد يكون علامة على قدوم حالة من الركود، أما الشكل المسطح أو المحدب فيشير إلى أن العوائد على المدى القصير والطويل قريبة جداً من بعضها البعض وهو مؤشر كذلك لحدوث تحول اقتصادي.

- قيام وكالات تصنيف إسلامية (islamic rating agency) بتقييم الصكوك المصدرة في الدول الإسلامية؛
- العمل على الاستفادة من التجربة السودانية، والتجربة الماليزية في إصدارات الصكوك؛
- ضرورة الالتزام بالقرارات الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي، والمتعلقة بإصدارات الصكوك؛
- ضرورة تبني هيئات، ووزارات، ومؤسسات حكومية عليا في الدول لإصدار هذه الصكوك، ومنها وزارات المالية، والبنوك المركزية، ووزارات التجارة والصناعة، ووزارات الأوقاف والشؤون الإسلامية ولجان الإفتاء الرسمية، وذلك لتشكيل لجنة عليا تكون من مهامها دراسة كل ما يتعلق بإصدار الصكوك، وتسهيل مهمة هذه الإصدارات.¹

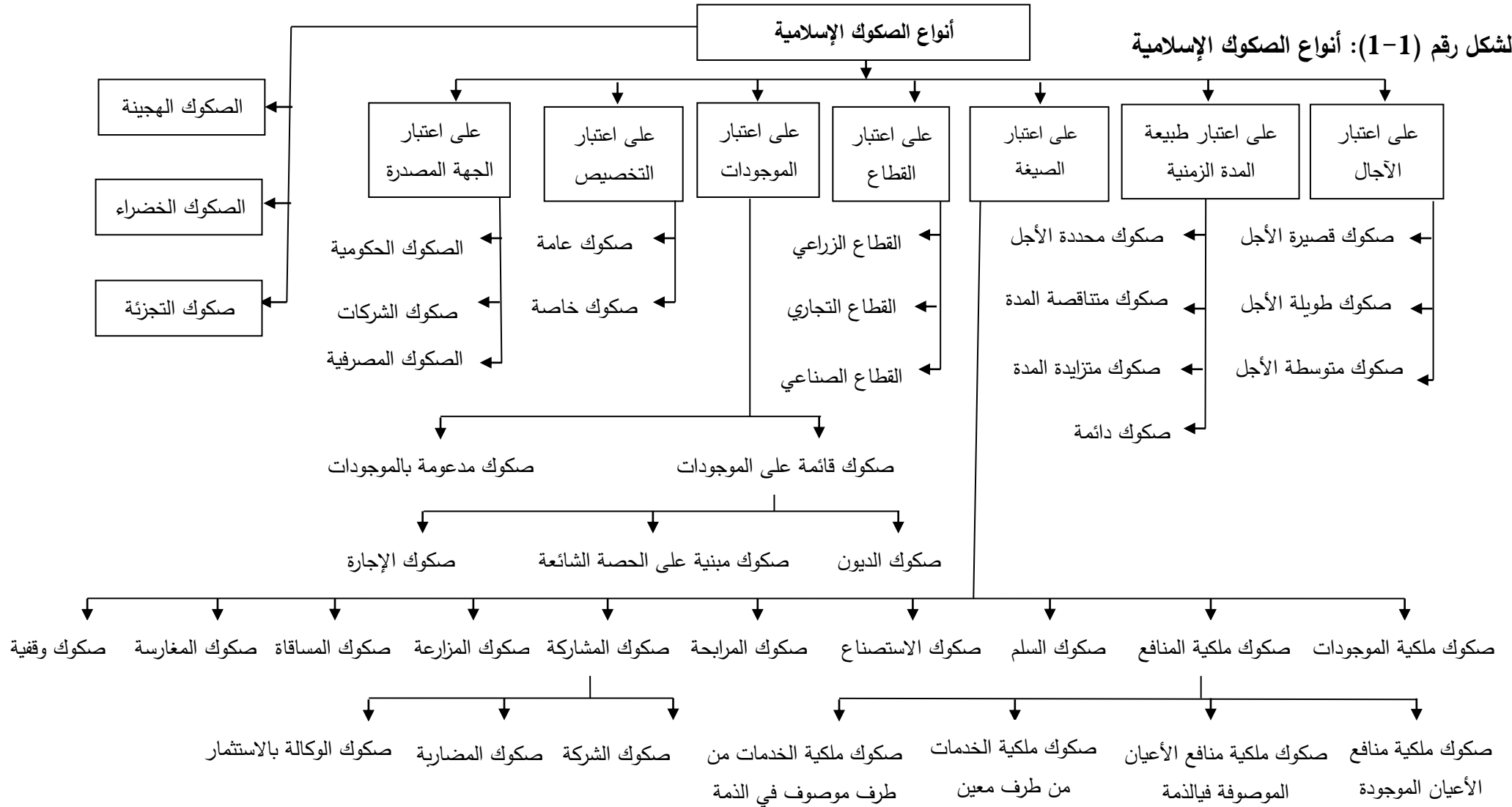
المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية

يمكن تقسيم أنواع الصكوك الإسلامية على عدة اعتبارات، (كما هو موضح في الشكل رقم: (1-1) "أدناه")، نوجزها فيما يلي:²

¹ نافذ الهرش، مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية - حقائق وأرقام -، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، تاريخ الإصدار: 2010/08/06م، ص: 02.

² عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص ص: 09-15.

الشكل رقم (1-1): أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعلومات المذكورة في أنواع الصكوك الإسلامية.

الفرع الأول: على اعتبار الأجل

على هذا الاعتبار تنقسم الصكوك الإسلامية إلى:¹

أولاً: صكوك قصيرة الأجل: وتكون مدتها ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة كأقصى تقدير

ثانياً: صكوك متوسطة الأجل: وعادة ما تكون بين السنة والخمس سنوات

ثالثاً: صكوك طويلة الأجل: وتكون مدتها أكثر من خمس سنوات وقد تصل إلى 25 سنة.

الفرع الثاني: على اعتبار طبيعة المدة الزمنية

وعلى هذا الاعتبار فإن الصكوك الإسلامية تنقسم إلى:²

أولاً: صكوك محددة الأجل: كما سبق ذكرها، بأن تكون المدة محددة في نشرة الإصدار كالصكوك قصيرة

الأجل، ومتوسطة الأجل، وطويلة الأجل

ثانياً: صكوك متناقصة المدة: حيث يتم إصدارها مع اشتراط استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، إضافة إلى

حصة من الربح المتحقق، وهي مشابهة للمشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك)

ثالثاً: صكوك متزايدة المدة: وتصدر هذه الصكوك بصفة عادية إلا أن العائد المتحقق يتم إعادة استثماره،

وبالتالي فإن مدة هذه الصكوك في تزايد مستمر

رابعاً: صكوك دائمة: بمعنى أن يكون الاستثمار متسا بالاستمرارية، وهي لا تختلف عن الأسهم في

الشركات من حيث المدة.

الفرع الثالث: على اعتبار الصيغة

يعد هذا التصنيف الأكثر استعمالاً حيث يتم تعريف، وشرح أنواع الصكوك الإسلامية من خلال طبيعة

العقود التي تقوم عليها والمستمدة من فقه المعاملات المالية، وقد صنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات

المالية الإسلامية "AAIOFI" الصكوك الإسلامية على هذا الاعتبار، والتي وضعتها في المعيار الشرعي رقم

17 المعنون بـ " الصكوك الاستثمارية "، حيث قسمتها إلى تسع أنواع رئيسية، وهي:³

أولاً: صكوك ملكية الموجودات المؤجرة

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط

مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها، واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة

الصكوك، وتعد هذه الصكوك أولى أنواع صكوك الملكية حسب تصنيف الهيئة إذ تعتمد هذه الصكوك على

عين موجودة ومعروفة المواصفات.

1 عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 09.

2 المرجع نفسه، ص: 09.

3 المرجع نفسه، ص: 09.

ثانفا: ذكوك ملكفة المنافع

حسب تصنف الهيئة هناك أربع أنواع من ذكوك ملكفة المنافع نوضحها ففما فلف¹:

➤ ذكوك ملكفة منافع الأعلان الموجودة:

تنقسم ذكوك ملكفة منافع الأعلان الموجودة إلى نوعفن هما:

✓ وثائق متساوية القفمة فصدرها مالك عفن موجودة بنفسه أو عن طرفق وسفط مالي بغرض إجارة منافعها، واستففاء أجزتها من حصفلة الاكتتاب ففها، وتصفف منفعة العفن مملوكة لحملة الذكوك، وتعمد هذه الذكوك على عفن فف ملك، وحبافة صاحبها.

✓ وثائق متساوية القفمة فصدرها مالك منفعة عفن موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طرفق وسفط مالي، بغرض إعادة إجارتها، واستففاء أجزتها من حصفلة الاكتتاب ففها، وتصفف منفعة العفن مملوكة لحملة الذكوك، وتختلف هذه الذكوك عن سابقتها ففث أن العفن هنا مستأجرة من مالكةا، ومصدر الذكوك هنا لفس المالك الأصلي وإنما المستأجر الذي فف فف حبافته.

➤ ذكوك ملكفة منافع الأعلان الموصوفة فف الذمة:

فف وثائق متساوية القفمة ففم إصدارها بغرض إجارة أعلان موصوفة فف الذمة فف استففاء الأجرة من حصفلة الاكتتاب ففها، وتصفف منفعة العفن الموصوفة فف الذمة مملوكة لحملة الذكوك، والذي ففمز هذا النوع من الذكوك عن ذكوك ملكفة منافع الأعلان الموجودة أن العفن موصوفة فقط بمواصفات تنفف الجهالة.

➤ ذكوك ملكفة الخدمات من طرف معين:

فف وثائق متساوية القفمة ففم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التفلفم من جامعة مسماة) واستففاء الأجرة من حصفلة الاكتتاب ففها، وتصفف تلك الخدمات مملوكة لحملة الذكوك.

➤ ذكوك ملكفة الخدمات من طرف موصوف فف الذمة:

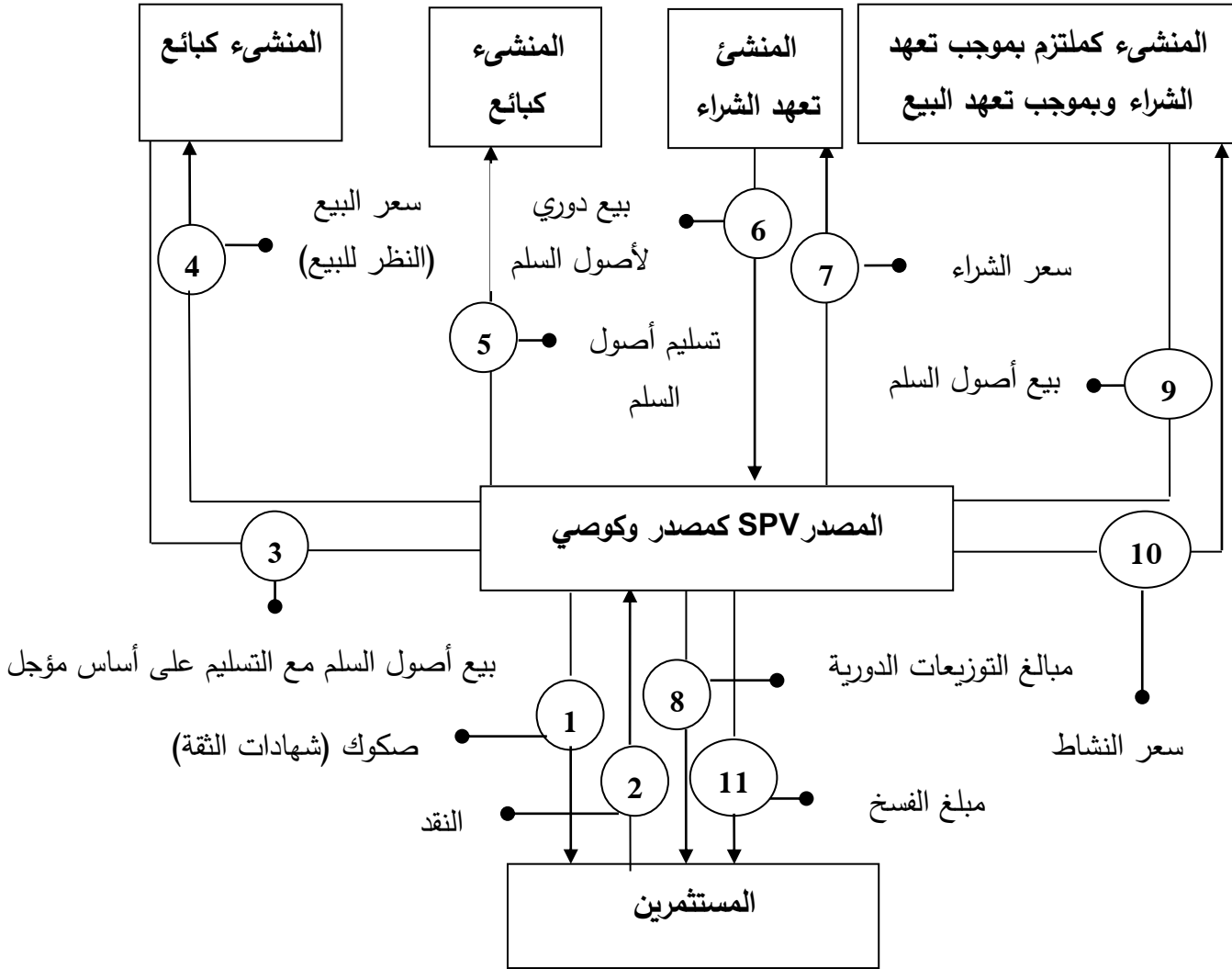
فف وثائق متساوية القفمة ففم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف فف الذمة (كمنفعة التفلفم من جامعة ففم ففقفف مواصفاتها دون تسمفيتها)، واستففاء الأجرة من حصفلة الاكتتاب ففها، وتصفف تلك الخدمات مملوكة لحملة الذكوك.

كذلك فإن هذفن النوعفن الأخيرفن لا ففختلفان عن الأولفن باستثناء أن موضوع الصك عبارة عن خدمة، إلى جانب أحكام تداولهما ففث تخضع ذكوك ملكفة الخدمات من طرف موصوف فف الذمة إلى ضوابط معينة تختلف عن ضوابط تداول ذكوك ملكفة الخدمات من طرف معين.

¹ عبد الحق العففة وزاهرة بنف عامر، مرجع سابق، ص: 10.

ثالثا: صكوك السلم

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، فهي قائمة على عقد السلم.¹ وفيما يلي شكل توضيحي لهيكل صكوك السلم: الشكل رقم (1-2): هيكل صكوك السلم



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات:

Dubai International Financial Center Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009, p35.

رابعا: صكوك الاستصناع

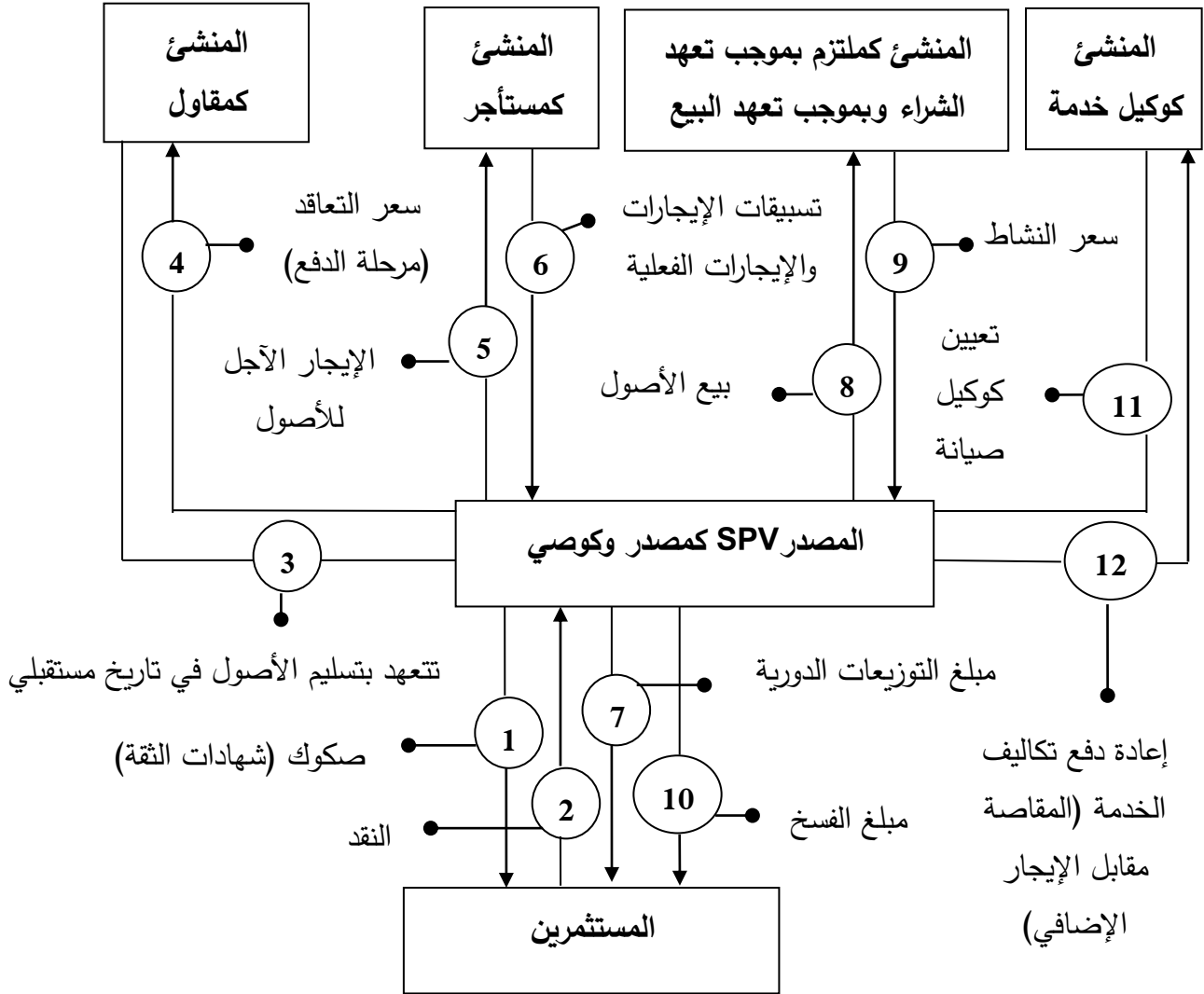
هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك، فهي تمثل المبلغ المقدم للصانع.²

¹ المرجع نفسه، ص: 11.

² عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 11.

وفيما يلي شكل توضيحي لهيكل صكوك الاستصناع:

الشكل رقم (1-3): هيكل صكوك الاستصناع



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات:

Dubai International Financial Center Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009, p41.

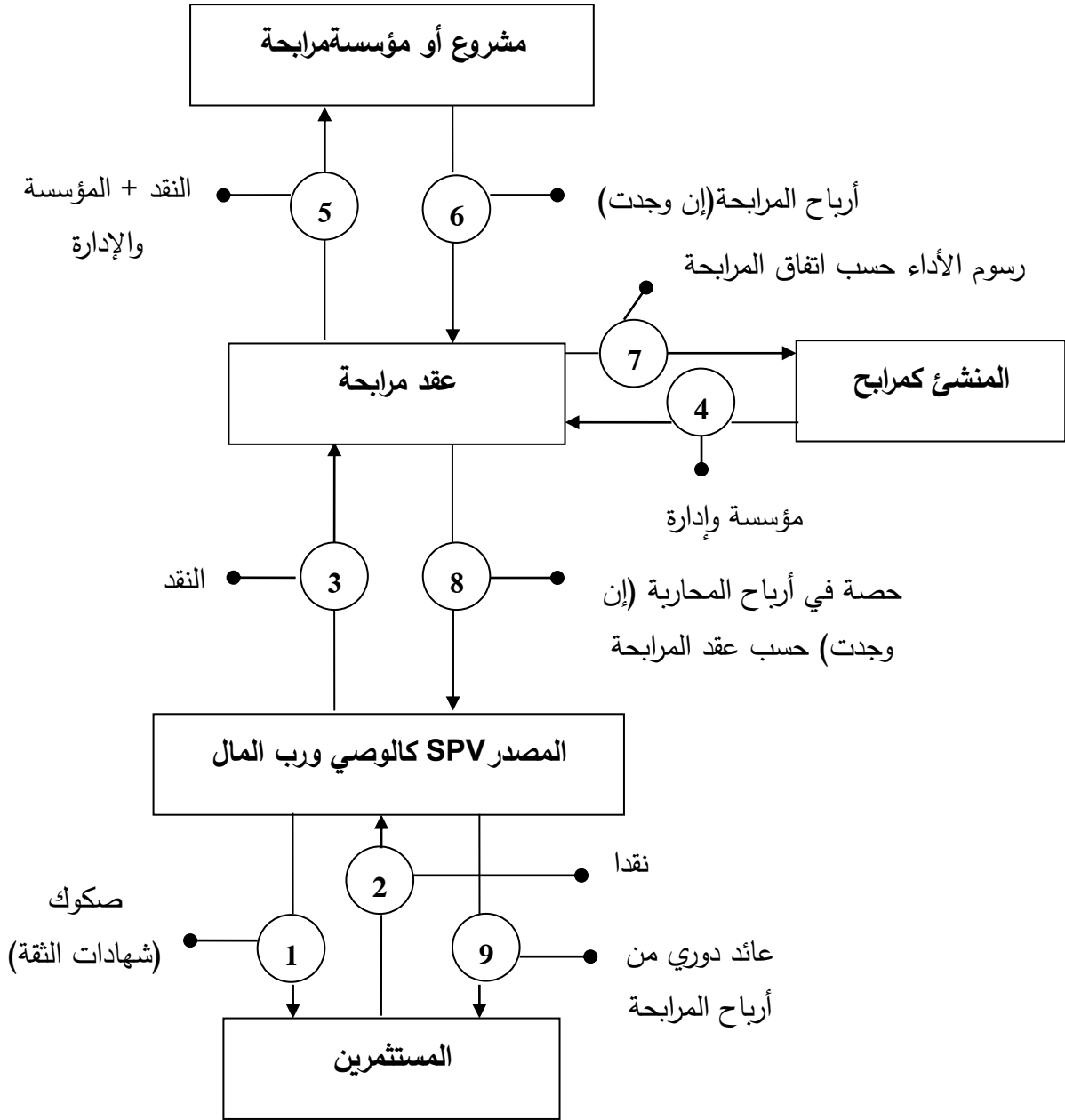
خامسا: صكوك المرابحة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.¹

وفيما يلي شكل توضيحي لهيكل صكوك المرابحة:

¹ عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 11.

الشكل رقم (1-4): هيكل صكوك المربحة



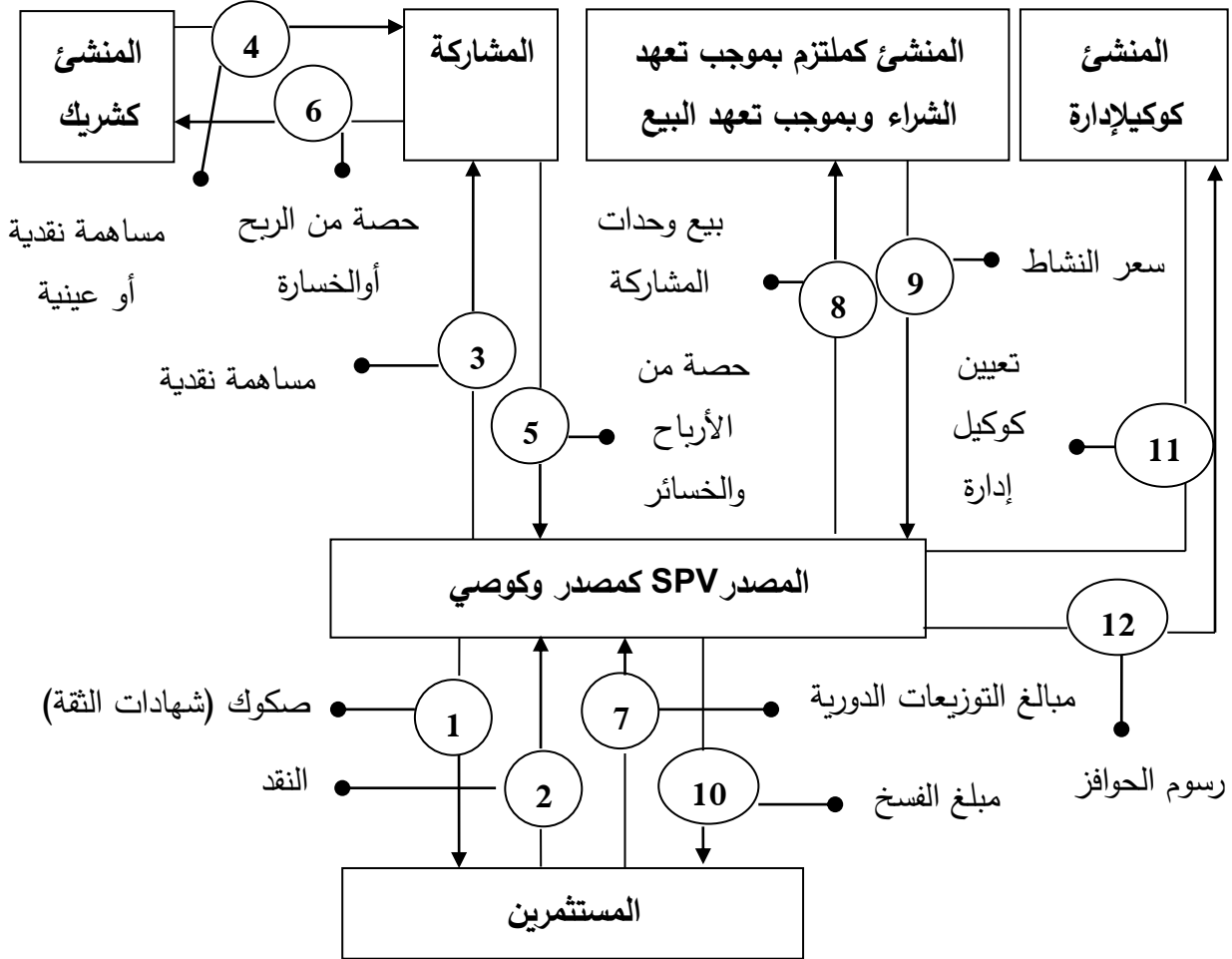
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات:

Dubai International Financial Center Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009, p29.

سادسا: صكوك المشاركة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على

أساس الوكالة بالاستثمار، والمقصود هنا الصكوك التي تتعدد فيها الأطراف، حيث يكون الطرف الأول حملة الصكوك، والطرف الثاني حسب نوع الصكوك.¹ وفيما يلي شكل توضيحي لهيكل صكوك المشاركة الشكل رقم (1-5): هيكل صكوك المشاركة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات:

Dubai International Financial Center Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009, p21.

وعلى ذلك فهناك ثلاثة أنواع من صكوك المشاركة:²

➤ صكوك الشركة:

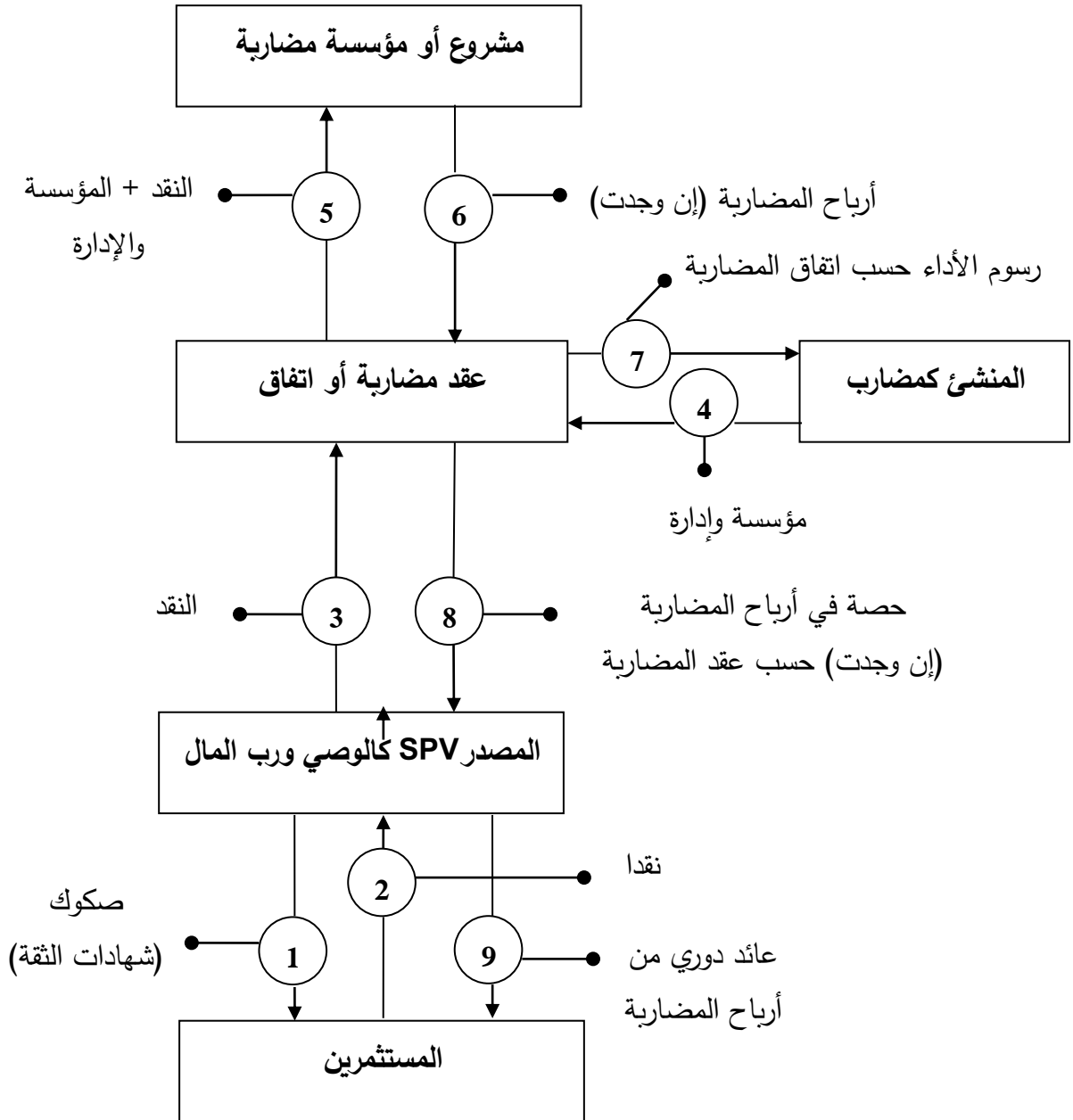
هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

¹ عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 12.

² المرجع نفسه، ص: 12.

➤ **صكوك المضاربة:**

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، وفيما يلي شكل توضيحي لهيكل صكوك المضاربة:
الشكل رقم (1-6): هيكل صكوك المضاربة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات:

Dubai International Financial Center Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009, p29.

➤ **صكوك الوكالة بالاستثمار:**

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

فهذه الأنواع الثلاثة تتميز بالعقد الذي تقوم عليه هذه الصكوك، إما عقد شركة أو مضاربة أو وكالة، وتتضمن طرفاً أولاً يمثل حملة الصكوك وطرفاً ثانياً يقوم بإدارة هذه الصكوك، والذي يكون من بين حملة الصكوك أنفسهم باستثناء الذي يدير حملة صكوك المضاربة فقد يكون من حملة الصكوك أو يكون طرفاً خارجياً لخبرته في المجال الاستثماري الذي يقوم عليه المشروع.

سابعاً: صكوك المزارعة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد، وهي صكوك تتعلق بالمجال الفلاحي حيث يقدم أحد الأطراف الأرض ليتم زراعتها برأس المال المكون من حصيلة الصكوك، وتكون الحصة المتفق عليها في العقد حصة مشاعاً من خراج الأرض (المحصول).

ثامناً: صكوك المساقاة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة، والإنفاق عليها، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد، كذلك فإن حصة حملة الصكوك تكون مشاعاً من خراج الأرض، وتعد هذه الصكوك بمثابة النفقات التي تصرف على خدمات السقي والتقليب... إلخ.

تاسعاً: صكوك المغارسة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال، ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس، حسب الاتفاق وما هو منصوص عليه في العقد.¹

عاشراً: صكوك وقفية

وهي وثائق متساوية القيمة نتجت من تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد توثقها حجج وقفية نمطية يحدد مضمونها في نشرة الإصدار، ويتم استدعاء المحسنين للاكتتاب بها، ويقصد بالاكتتاب هنا أن يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرر به في وجه مسمى من وجوه البر الذي تحدده نشرة الاكتتاب، وذلك عن طريق تعيين عدد الصكوك الوقفية الخيرية التي يرغب التبرر بها، ويمكن أن يكون الأصل الوقفي مغلاً لمنفعة مجانية كالمساجد والمستشفيات.²

¹ عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص ص: 12-13.

² عبد الجبار حمد عبيد السبهاني، وقف الصكوك وصكوك الوقف، بحث مقدم إلى: مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 12-13 نوفمبر 2013م، ص ص: 20، 21.

الفرع الرابع: على اعتبار القطاع

يمكن أن نميز الصكوك الإسلامية أيضا حسب القطاعات التي تستهدفها، وهنا نجد أن هناك صكوك تستثمر في:¹

أولاً: القطاع الزراعي

كصكوك المزارعة، وصكوك المغارسة، وصكوك المساقاة؛

ثانياً: القطاع التجاري

كصكوك المضاربة، وصكوك المرابحة، وصكوك السلم؛

ثالثاً: القطاع الصناعي

كصكوك الاستصناع.

الفرع الخامس: على اعتبار الموجودات

وهنا يقسم هذا الاعتبار إلى قسمين:²

أولاً: الصكوك القائمة على الموجودات (Asset-based sukuk)

تصدر هذه الصكوك الإسلامية بعدم تضمينها الخاصية السابقة، بمعنى أن حملة الصكوك في حالة وجود تعثر من قبل الجهة المصدرة، لا يستطيعون النفاذ إلى هذه الموجودات لأنهم لا يملكونها قانونياً. وتنقسم هذه الأخيرة إلى ثلاثة أنواع:

➤ صكوك الديون (Debt Based Securities)

وهي التي تصدر وفق عقود تثبت بها الديون في الذمم كعقد البيع بثمن أجل (المرابحة مثلاً).

➤ الصكوك المبنية على الحصة الشائعة (Equity Based Securities)

وهي التي تصدر وفق عقود مشاركة (المضاربة مثلاً).

➤ صكوك الإجارة (Lease Based Securities)

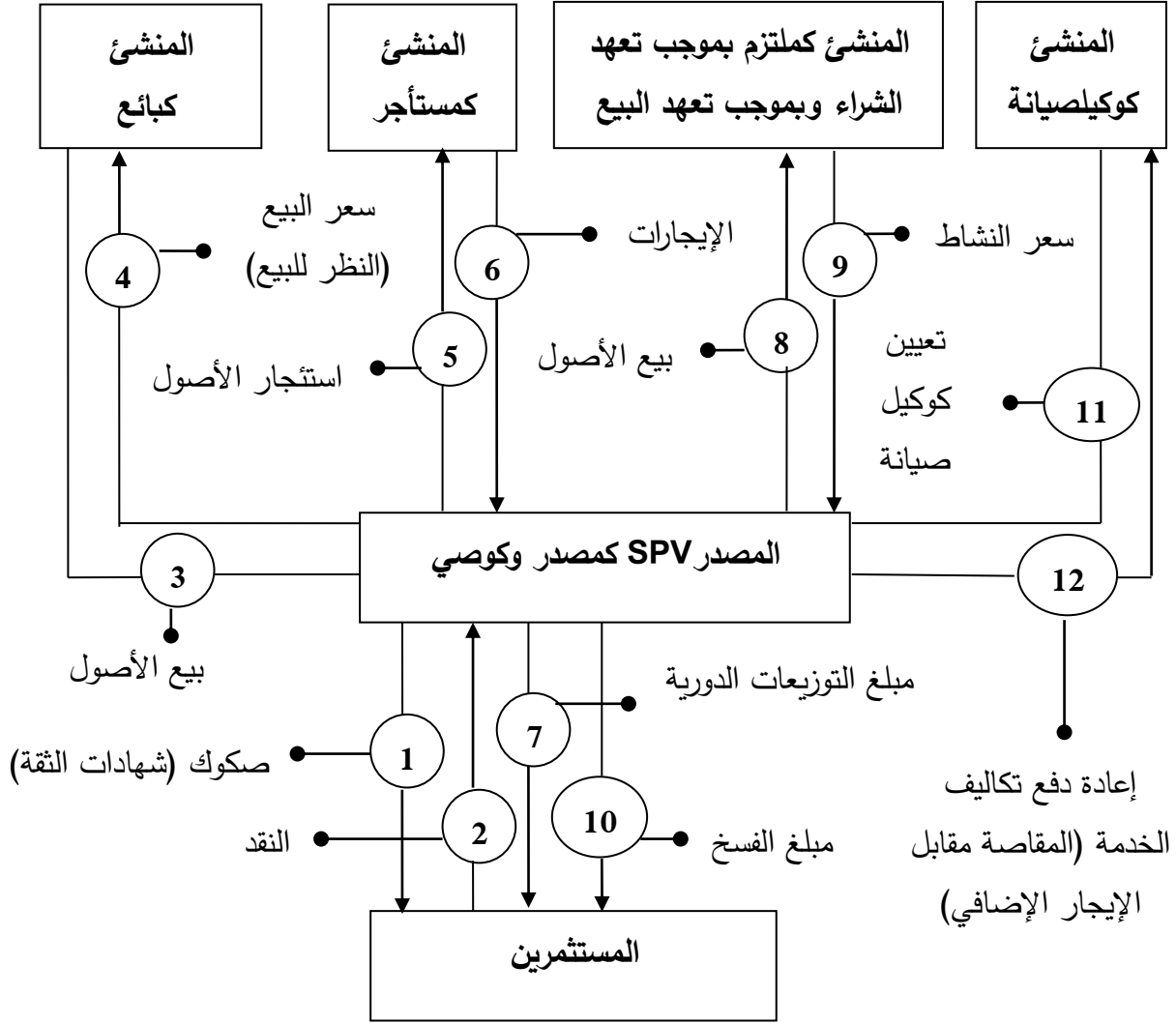
وهي التي تصدر وفق عقود الإجارة (الإجارة المنتهية بالتملك مثلاً).

وفيما يلي شكل توضيحي لهيكل صكوك الإجارة

¹ عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 13.

² علاء الزعتري، الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، بحث مقدم إلى: ورشة عمل حول الصكوك الإسلامية تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BDO، عمان، الأردن، 06-07 شعبان 1431 هـ الموافق ل: 18-19 جويلية 2010م، ص: 23.

الشكل رقم (1-7): هيكل صكوك الإجارة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات:

Dubai International Financial Center Sukuk Guidebook, Dubai, November 2009, p14.

ثانياً: الصكوك المدعومة بالموجودات (Asset-backed sukuk)

تتضمن الأصول المدعومة بالموجودات انتقال ملكية هذه الموجودات إلى حملة الصكوك الإسلامية، بمعنى امتلاكهم الحق في النفاذ إلى موجودات الصكوك، وبيعها في حال حدوث حالة تعثر من جهة الإصدار.

الفرع السادس: على اعتبار التخصيص

ويمكن تقسيم الصكوك الإسلامية على هذا الاعتبار إلى قسمين:¹

أولاً: صكوك عامة

وهي الصكوك الإسلامية التي تستغل حصيلة الاكتتاب فيها في جميع الاستثمارات المشروعة، كالصكوك التي تصدر بغرض الاستثمار لكن لا تحدد طبيعة هذا الاستثمار، وإنما يبقى مفتوحاً؛

ثانياً: صكوك مخصصة

وهي الصكوك الإسلامية التي يكون غرض الاستثمار من الاكتتاب فيها محدداً على وجه الخصوص، كما هو الحال في الصكوك التي أصدرت من أجل تمويل مشروع أبراج زمزم مثلاً.

الفرع السابع: على اعتبار الجهة المصدرة

تنقسم الصكوك الإسلامية حسب الجهة المصدرة إلى صكوك حكومية (سيادية) وصكوك الشركات، وصكوك المصارف، وإن كان هناك البعض الذي يصنفها إلى قسمين فقط، وهما الصكوك الحكومية أو الصكوك الخاصة بغض النظر عن طبيعة الهيئة التي قامت بالإصدار سواء كانت شركة أو مصرفاً. في هذا التصنيف سنعمد التقسيم الأول الذي يصنفها إلى ثلاثة أنواع:²

أولاً: الصكوك الحكومية

تقوم الحكومة بإصدار هذا النوع من الصكوك نتيجة عدم توفر السيولة الكافية لأغراض معينة كتوفير السلع، والخدمات العامة، أو استثمار حصيلتها في مجال البنى التحتية كبناء مطارات مثلاً.

ثانياً: صكوك الشركات

تقوم الشركات بإصدار هذا النوع من الصكوك سواء كانت حكومية أو شركات خاصة، والغرض منها توفير الموارد المالية لتمويل احتياجات رأس المال العامل، ورأس المال العامل، فنجد منها صكوك المشاركة في الربح، وصكوك المضاربة المطلقة والمقيدة.. الخ.

ثالثاً: الصكوك المصرفية

تتنوع الصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية باختلاف الغرض من هذا الإصدار، فهناك صكوك تصدر بغية تمويل العمليات الاستثمارية، وأخرى تصدرها هذه المصارف فتكون المسؤولة عن عمليات الاكتتاب وإدارتها لصالح الغير. وبالنسبة للصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية بغرض تمويل العمليات الاستثمارية فهي تختلف باختلاف العقد القائم عليه كما تم ذكره سابقاً، وما يميز هذا النوع من الصكوك التي تصدرها المصارف والقدرة على جذب، وتعبئة المدخرات الصغيرة وتوجيهها نحو استثمارات مجدية .

إضافة إلى ما تم ذكره سابقاً هناك أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية والتي من بينها: الصكوك الهجينة والصكوك الخضراء وصكوك التجزئة.

¹ عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 14.

² عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص: 14، 15.

➤ الصكوك الهجينة

وهي من أنواع الصكوك، ويقوم مجمع أصولها على عدد من العقود والهيكل الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، ومثالها الصكوك التي تقوم هيكلتها على مجموعة من العقود مثل الاستصناع والمراوحة والإجارة. هذا النوع من الصكوك يسمح لمصدرها بالحصول على مصادر متعددة للتمويل من خلال اللجوء إلى صيغ متعددة من صيغ التمويل الإسلامي، ويشترط لتداول الصكوك الهجينة في الأسواق الثانوية أن لا تقل نسبة التمويل القابل للتداول شرعا عن 51 % من مجموع التمويلات بالصيغ المختلفة المكونة لهيكل الصكوك، ولا يجوز شرعا تداول الصكوك الهجينة التي يضم مجمع أصولها أصولاً ممولة من خلال عقد المراوحة (لأنه عقد مديونية)، وعقد السلم (لأنه عقد تسليم آجل، عجل فيه الثمن) إذا كانت نسبة التمويل من هاتين الصيغتين تتجاوز 49 % في مجمع الأصول.¹

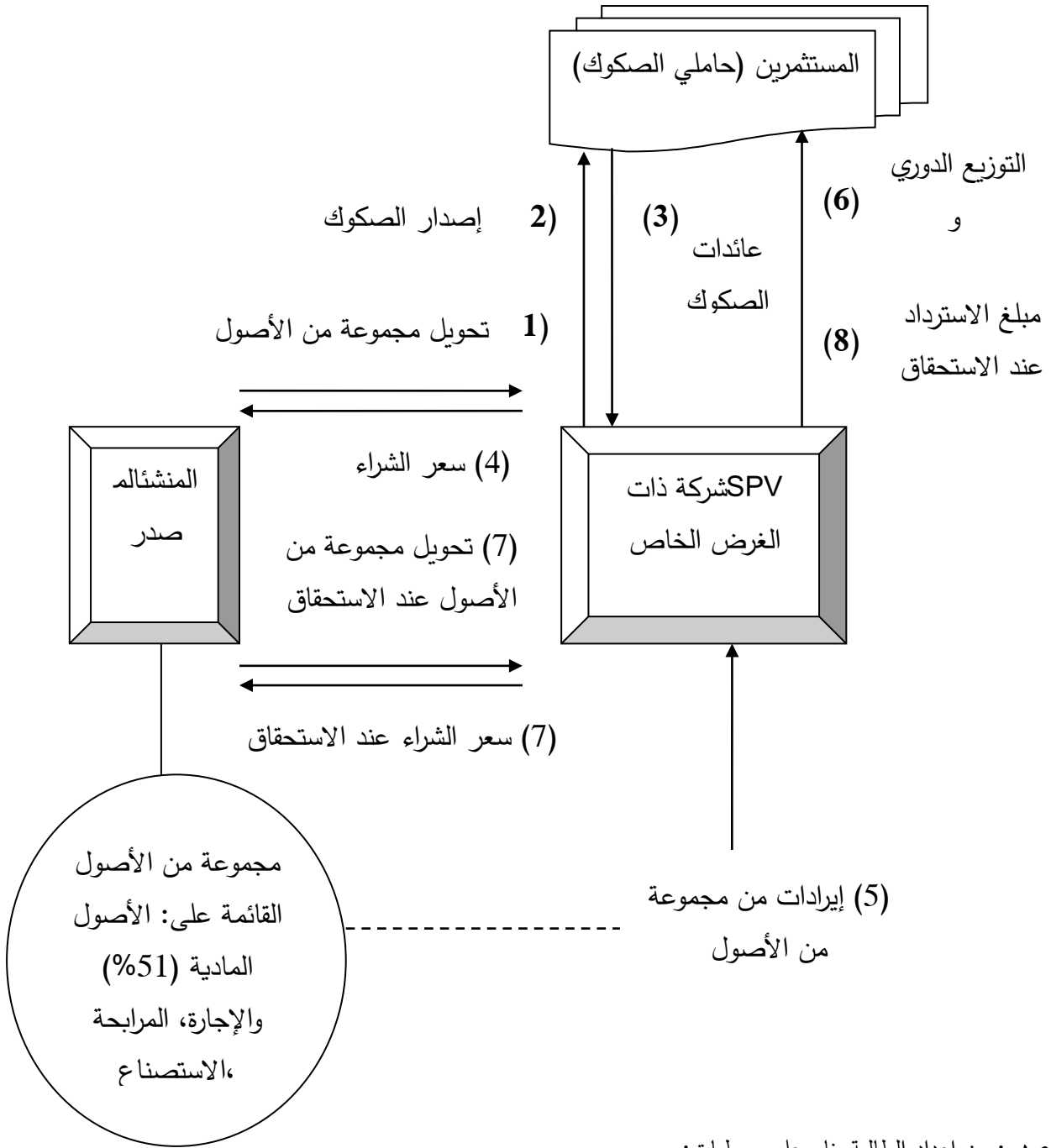
وفيما يلي شكل توضيحي لهيكل الصكوك الهجينة:

¹الصكوك الهجينة، الاستثمار والتمويل-الموسوعة المالية الشاملة-، الموقع الإلكتروني :

<https://www.investment-and-finance.net/arabic/islamic-finance/saad/hybrid-sukuk.html>.

، تاريخ الاطلاع: 2019/05/18م، على الساعة: 12:05.

الشكل رقم (1-8): هيكل الصكوك الهجينة



Development of Sukuk: Pragmatique and Idealist Approaches to Sukuk Structures,[2014] J.I.B.LR ,Issue1, ©2013 Thomson Router (Professional)UK Limited and Contributors,p49.

➤ الصكوك الخضراء

في السنوات الأخيرة تم تطوير الصكوك الإسلامية وتكييفها لتتماشى مع متطلبات التنمية المستدامة وخصوصا ما يتعلق بحماية البيئة فظهرت للوجود الصكوك الإسلامية الخضراء، والتي تعرف بأنها الأوراق

المالية الإسلامية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتوجه نحو الاستثمارات الخضراء والمشاريع الصديقة للبيئة المسؤولة اجتماعيا في إطار التنمية المستدامة؛

وظهرت فكرة الصكوك الخضراء للمرة الأولى في فرنسا عام 2012م، ومنذ ذلك الحين جذبت الكثير من الانتباه إذ سبق للبنك الإسلامي للتنمية (السعودي) أن ساهم بمبالغ كبيرة في قطاعات الطاقة النظيفة وصلت إلى مليار دولار. في بلدان على رأسها المغرب، وباكستان، ومصر، وسوريا، أما ماليزيا فشهدت أول مرة إصدارا مماثلا مطلع عام 2013م، ضمنحزمة واسعة من الصكوك الإسلامية بلغت 1.5 مليار دولار.¹

➤ صكوك التجزئة

يقصد بصكوك التجزئة الصكوك التي يتم إطلاقها وعرضها لمستثمري التجزئة " المستثمرين الأفراد "، حيث توجه الدعوة إلى مستثمري التجزئة للتسجيل والشراء من خلال البنوك والمؤسسات المعتمدة لهذا الغرض، وتعتبر صكوك التجزئة جزءا من سوق الصكوك بشكل عام إلا أنها لفتت الأنظار وحققت نجاحات باهرة خلال الفترة الأخيرة خاصة في السوق المالي الآسيوية ودول مجلس التعاون الخليجي.

هيكله الصكوك الجديدة تسمح للجهات المصدرة باختيار جهة عرض وطريقة تداول هذه الصكوك إما من خلال مكان محدد ومعروف مثل New York Stock Exchange (NYSE) أو بورصة ماليزيا أو London Metal Exchange وإما أن يتم التداول من خلال مجموعة وسطاء ماليين يعملون على نظام إلكتروني ويقدمون للزبائن أو ما يعرف بـ: Over-The-Counter

خلال عام 2016م تم إطلاق صكوك التجزئة في ماليزيا، وقد تم توجيه هذه الصكوك الجديدة إلى مستثمري التجزئة عكس ما هو معروف في الصكوك العامة التي يتم بيعها للبنوك والشركات المالية الأخرى، بعد شهر من إعلان ماليزيا اعتمادها لصكوك التجزئة أعلنت شركة كهرباء كراتشي في باكستان تبنيها لهذا النوع من الصكوك الجديدة، أما إندونيسيا فإن تجربتها في صكوك التجزئة تعود إلى بداية عام 2009م، حين أعلن البنك المركزي الأندونيسي عن طريق وكالات مالية تابعة له وضع هذا النوع من الصكوك في السوق المالية.²

وفيما يلي جدول مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية:

¹راضية كسود وسامية بولعسل ومسعودة أمال بن سعيد، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم: 01، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، أبريل 2018م، ص: 63.

² مقال بعنوان: صكوك التجزئة تحقق نجاحات باهرة في السوق المالية الآسيوية، إسلام أون لاين، تاريخ الإصدار: 2017/01/15م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://islamonline.net/19751>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/09م، على الساعة: 09:15.

الجدول رقم(1-1): مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية

أنواع الصكوك	الهدف من الصكوك	المصدر للصكوك	المكتتبون فيها	حصيلة الاكتتاب	ملكية حملة الصكوك
صكوك ملكية الموجودات المؤجرة	تملك موجودات مؤجرة	بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها	مشترون لها	ثمن الشراء	الموجودات على الشيوخ بغنمها و غرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم
صكوك ملكية المنافع	أ/ صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة	بائع لمنفعة العين الموجودة	مشترون لها	ثمن تلك المنفعة	المنافع على الشيوخ بغنمها و غرمها
	ب/ صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة	بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة	مشترون لها	ثمن تلك المنفعة	المنافع على الشيوخ بغنمها و غرمها
	ج/ صكوك ملكية الخدمات	بائع الخدمة	مشترون لها	ثمن تلك الخدمة	
يستحق حملة الصكوك بيع المنافع بأنواعها " أ، ب، ج " حصيلة إعادة بيع تلك المنافع					
صكوك السلم	تحصيل رأس مال السلم	البائع لسلمة السلم	المشترون للسلمة	ثمن شراء السلمة " رأس مال السلم "	سلمة السلم ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع سلمة السلم في السلم الموازي إن وجد
صكوك الاستصناع	تمويل تصنيع سلعة	الصانع " البائع "	المشترون للعين المراد صنعها	تكلفة المصنوع	العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد
صكوك المرابحة	تمويل شراء سلعة المرابحة	البائع لبضاعة المرابحة	المشترون لبضاعة المرابحة	تكلفة شراء البضاعة	سلعة المرابحة يستحقون ثمن بيعها
صكوك المشاركة	إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة	طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد	الشركاء في عقد المشاركة	حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة	موجودات الشركة بغنمها و غرمها ويستحقون في أرباح الشركة إن وجدت
صكوك المضاربة	مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة	المضارب	أرباب العمل	رأس مال المضاربة	موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت

صكوك الوكالة بالاستثمار		الاستثمار	الوكيل بالاستثمار	الموكلون	المبلغ الموكل في استثماره	ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وعرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد
صكوك المزارعة	أ	تمويل مشروع على أساس المزارعة	صاحب الأرض " مالكها أو مالك منافعها "	المزارعون في عقد الزراعة "أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم"	تكاليف الزراعة	الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض
	ب					
صكوك المساقاة	أ	سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	صاحب الأرض " مالكها أو مالك منافعها " التي فيها الشجر	المساقون	تكاليف العناية بالشجر	تستحق الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار
	ب					
صكوك المغارسة	أ	غرس الأشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة	مالك أرض صالحة لغرس الأشجار	المغارسون في عقد المغارسة	تكاليف غرس الشجر	تستحق الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر
	ب					

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات: المعيار الشرعي رقم 17، ص ص: 472 - 476، وبحث حول: الصكوك الإسلامية، دائرة الأوراق المالية الحكومية-وزارة المالية، الجمهورية

العربية السورية، ص ص: 13-15.

المطلب الرابع: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية

تعد الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات أدوات مالية يتم التعامل بها في الأسواق المالية من أجل تمويل الجهات التي تصدر هذه الأدوات للحصول على رأس المال اللازم للنمو، والتطوير كما تلجأ الحكومات إلى إصدار السندات لعدد من الأهداف منها تمويل الإنفاق العام، وحتى تتبين طبيعة هذه الأدوات سنقوم بالترقية بين الصكوك والأسهم من جهة، والصكوك والسندات من جهة أخرى .

الفرع الأول: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

يمكن تلخيص الفرق بين الصكوك الإسلامية و الأسهم في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

أوجه المقارنة	الصكوك الإسلامية	الأسهم
التعريف	هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا في ملكية أعيان أو خدمات أو منافع أو أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، بحيث لا يكون لمالكه فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون نسبة من الأرباح من هذا المشروع بقدر ما يملك من صكوك، الصكوك الإسلامية إذن معرضة للربح والخسارة على السواء كأبي استثمار يخضع لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد اصطلح على السندات الإسلامية صكوكا تمييزا لها عن السندات التقليدية.	عبارة عن صك ملكية حامله أحد مالكي الشركة بنسبة ما يملكه في الشركة من أسهم، أي أنها تمثل حصصا في رأس مال الشركة أو المشروع الذي يزعم إقامته، ومن يكتتب فيها يكون شريكا مالكا لحصص في المشروع الذي رصدت حصيلة هذه الأسهم لإقامته، وتنتج عن ذلك نشأة ما يعرف بشركة الأموال المساهمة.
أوجه الاتفاق	<ul style="list-style-type: none"> - لها قيمة اسمية. - متساوية القيمة. - قابلة للتداول. - صاحبها معرض للربح والخسارة، فليس للأرباح المضمونة مكان في الأسهم والصكوك الإسلامية. - كلاهما يمثل ملكية أصول مدرة لعائد أو المشاركة في رأس مال مشروع مريح. - ليست مالا متقوما في ذاتها ولكنها وثيق بالحق ودليل عليه. 	
أوجه الاختلاف	<ul style="list-style-type: none"> - الصك لا يمنح لحامله مثل هذه الحقوق (حق حضور الجمعية العمومية للشركة والتصويت والاشتراك في الإدارة والرقابة وغير ذلك). - الصكوك ليست دائمة دوام الشركة المصدرة بل إن لها أجلا ويجري تصفيته بالطرق المنصوص عليها في نشرة الإصدار. - حامل الصك يسترد رأس ماله أو قريبا منه عند انتهاء مدته بصرف النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديونه. 	<ul style="list-style-type: none"> - السهم يعطي لصاحبه الحق في حضور الجمعية العمومية للشركة، والتصويت والاشتراك في الإدارة والرقابة وغير ذلك. - السهم جزء من رأس مال الشركة، وهذه الشركة ليس لها تاريخ تصفية أي أن عمر السهم ممتد من عمر الشركة لأن الغرض الرئيسي من إنشائها هو الاستثمار والتوسع إلى أجل غير مسمى. - حامل السهم له عند تصفية الشركة نصيب من أصول الشركة وتسديد ما عليها من ديون.

المصدر: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، رسالة ماجستير، إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2007م، ص: 56.

الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

انتشرت في الآونة الأخيرة عمليات إصدار الصكوك الإسلامية وذلك على غرار السندات التقليدية التي تصدرها البنوك التجارية من أجل توفير التمويل للمشروعات المختلفة، وهي تقوم بنفس وظائف السندات بل وأكثر كما أنها تمثل في نفس الوقت استثماراً للمدخرات.

ويمكن تلخيص أهم أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-3): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

أوجه المقارنة	الصكوك الإسلامية	السندات
التعريف	هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً في ملكية أعيان أو خدمات أو منافع أو أصول مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، بحيث لا يكون لمالكه فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون نسبة من الأرباح من هذا المشروع بقدر ما يملك من صكوك، وقد اصطلح على السندات الإسلامية صكوكاً تميزها لها عن السندات التقليدية.	هو صك مديونية حامله أحد دائني الشركة أو هي أوراق مالية لا تعطي لمشتريها الحق في الدخول في ملكية أصول المشروع لكونها تمثل قرضاً في ذمة مصدرها يلتزم من خلالها بفوائد محددة سلفاً، والغرض من إصدارها هو تمويل المشروعات التي تخدم التنمية الاقتصادية بالإضافة إلى تحقيق فوائد مجزية لحاملي تلك السندات.
أوجه الاتفاق	- كلاهما أوراق مالية متداولة غرضها الأساسي التمويل. - تعتبر الصكوك الإسلامية والسندات بوجه عام أوراقاً مالية متدنية المخاطر وذات استقرار كبير. - يساعدان في التحكم في السيولة النقدية وتمويل الأغراض المختلفة.	
أوجه الاختلاف	- الصك يمثل حصة في المشروعات. - عوائد الصكوك ناشئة من أرباح وبالتالي فهي ليست التزاماً في ذمة المصدر. - الصكوك الإسلامية لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها أو في أنشطتها.	- السند يمثل قرضاً في ذمة المصدر. - عوائد السندات هي التزام من المقترض (مصدر السند) يلتزم بالوفاء بها في مواعيد استحقاقها. - السندات على العكس من ذلك.

المصدر: أمل علي إبراهيم وأخريات، بحث بعنوان: الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي، المركز الديمقراطي العربي، برلين، ألمانيا، تاريخ الإصدار: 04 جوان 2018م، ص ص: 15، 16.

المبحث الثاني: آلية إصدار وتداول وإطفاء " استرداد " الصكوك الإسلامية

في هذا المبحث سنحاول التطرق لمختلف المراحل والإجراءات التي تمر بها الجهة المصدرة للصكوك سواء كانت حكومة أو شركة، أثناء عملية التصكيك بداية من تجميع الأصول مروراً بالتأسيس والاكتمال ثم طرح الصكوك للتداول بيعة وشراءً وإطفاءً أو " استردادها "، وكذا الضوابط الشرعية التي تحكم عملية الإصدار والتداول والاسترداد " الإطفاء "، ضمن رؤية المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية للصيغة المقبولة شرعاً.

المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية

تتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة وتحويل ملكيتها إلى صندوق أو مؤسسة أخرى تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول، ومن ثم تقوم بطرحها للتداول في الأسواق المالية، بعد أن تم تصنيفها ائتمانياً وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية.

الفرع الأول: تقسيم مراحل إصدار الصكوك الإسلامية

لوحظ أن عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية تمر عادة عبر عدة مراحل، يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل حكم شرعي خاص بها، وهذه المراحل هي: ¹

المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس والاكتمال.

المرحلة الثانية: مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع.

المرحلة الثالثة: تحويل النقود كلها أو معظمها إلى أعيان ومنافع أو حقوق معنوية.

المرحلة الرابعة: تحويل السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجله نقود وأجله ديون من خلال المراجعات والبيع الآجل بالتقسيم.

المرحلة الخامسة: مرحلة التصفية أو إطفاء الصكوك عند توقف نشاط الشركة أو صندوق الاستثمار.

حيث تكتسي عملية إصدار الصكوك الشرعية على جانب كبير من الأهمية وعليه فإن إصدارها يحتاج إلى حسن الإخراج وخاصة في عمليات الإصدار الأولى وما تكونه لدى الناس من انطباع، ويمكن أن تقوم بها البنوك المركزية نيابة عن وزارة المالية في حال إصدارها من قبل الحكومة، وقد تكون الشركة المساهمة قادرة على أن تقوم بأعمال تنظيم الإصدار باعتبار أن الشركة ذات العلاقة تكون أدري باحتياجاتها، كما يمكن أن تقوم البنوك الإسلامية بأعمال تنظيم الإصدار إلا أن الأفضل هو إتمام الإصدار تحت رقابة جهة غير ذات مصلحة بتنظيم الإصدار ووضع شروطه وبياناته وتحديد نسب الأرباح التي يختص بها المتعاقدون إلى آخر ما هنالك من شروط. ²

¹ علي محي الدين قره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحافظة على حكم تداول السهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003م، ص ص: 11-14.

² سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية لشركات المساهمة، الطبعة الأولى، بنك التنمية الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2001م، ص 11.

الفرع الثاني: أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية

ويشارك في آلية إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية الأطراف الآتية:¹

أولاً: مصدر الصك (جهة الإصدار)

وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية.

ثانياً: وكيل الإصدار

وهو مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجره يحددها الاتفاق أو تتضمنها نشرة الإصدار .

ثالثاً: مدير الإصدار

وهو المؤسسة الوسيطة التي تتوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر .

رابعاً: متعهد الإصدار

وهو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

خامساً: مدير الاستثمار

وهو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار .

سادساً: أمين الاستثمار

وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار .

وقد سلك العلماء المعاصرون مناهج متعددة في محاولة التوصل إلى الحكم الشرعي في كل مرحلة من المراحل المتقدمة، وذلك من خلال منهج الغلبة أو الكثرة وذلك بالنظر في غلبة الديون أو النقود أو الأعيان (السلع) أو المنافع (الخدمات)، وكذلك من خلال قاعدة الأصالة أو التبعية، وقد رجح الدكتور علي محي الدين قره داغي الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية ويعني ذلك أنه إذا كان المقصود الأساسي من الموجودات أو من نشاط الشركة أو الصندوق الاستثماري هو الأعيان والمنافع فإن تداول صكوك الاستثمار جائز شرعاً.²

وقد اعتمد هذا الرأي من قبل ندوات فقهية عديدة آخرها الندوة المنبثقة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب في مقر البنك بجدة يوم السبت بتاريخ 10 ماي 2007م، استناداً إلى عدد من القواعد الفقهية مثل قاعدة « الحكم للغالب » وقاعدة « القليل يتبع الكثرة في العقود » حيث رجحت هذه الندوات أن التداول يكون جائزاً شرعاً مادامت المنافع والأعيان والحقوق هي

¹المعيار الشرعي رقم:17، مرجع سابق، ص: 489.

² وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، الصكوك الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر دبي حول المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، الإمارات العربية المتحدة، 2009م، ص: 13.

المقصودة أصلاً والمصرح بها في النظام الأساسي لعمل الشركة، ولا ينظر حينئذٍ إلى مقدار الديون أو النقود ولا نسبتها قلة أو كثرة.¹

الفرع الثالث: خطوات تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية

تشتمل عملية تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية على العديد من الخطوات الأولية التي لا يشترط التسلسل فيها، فقد تتقدم إحداها على الأخرى دون أي خلل أو قد تتم جميعها أو يتم الاقتصار على بعضها، وعادة ما تتم على النحو التالي:²

أولاً: إعداد التصور والهيكل التنظيمي

الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة مختلف الجوانب القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى وتضمين ذلك كله في نشرة الإصدار، وقد يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، التي يتعين حسن اختيارها لتعزيز الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين، وتتم هذه الخطوة من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك سواء كانت من طرف الممولين (بعض المصارف) أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل)، وعادة ما تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية تنظيم الإصدار مقابل عمولة، بالإضافة إلى الاستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للتأكد من سلامتها من أي خلل شرعي.

ثانياً: تأسيس شركة ذات غرض خاص

لتمثيل المستثمرين حملة الصكوك وذلك في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل لحملة الصكوك وذلك لتمثلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة.

ثالثاً: طرح الصكوك للاكتتاب

بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

رابعاً: تسويق الصكوك

إما من خلال طرحها المباشر للجمهور، أو من خلال بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون مصرفاً أو مجموعة مصارف لتسويقها وبيعها للجمهور.

¹ المرجع نفسه، ص: 14.

² وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الإمارات العربية المتحدة، 2005م، ص: 920، 921.

خامسا: التعهد بتغطية الاكتتاب

تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة للإصدار من قبل مؤسسة مالية تتعهد بتغطية الاكتتاب، حيث يباع لها الإصدار بسعر عادة أقل من القيمة الإسلامية لتحقيق الربح، ويتم التعهد بالشراء بإحدى القيم التالية:

- القيمة السوقية لموجودات الصكوك؛
 - القيمة العادلة بتقدير الخبراء لقيمة هذه الموجودات؛
 - بسعر يتفق عليه وقت تنفيذ الشراء لا قبله؛
 - بالقيمة الاسمية؛
 - بسعر يحدده الواعد عند الوعد؛
- وهي بدورها تتبعه تدريجيا أو تحتفظ به كليا أو جزئيا ثم يتم شراء المستثمرين الآخرين للصكوك من المستثمرين الرئيسيين كليا أو جزئيا.¹

المطلب الثاني: آلية تداول الصكوك

سنحاول التعرف على آلية تداول الصكوك الإسلامية حسب حالتها:²

أولا: إذا كانت أعيانا

فلا خلاف حول بيعها وتداولها، لكون البيع هنا جزءا مشاعا من شيء موجود فعلا، أما إذا كانت موجودات المشروع خليطا من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقا لسعر التراضي على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع.

ثانيا: إذا كانت نقودا

يجب مراعاة مايلي عند بيعها:

- يباع فيه الصك دون زيادة ونقصان؛
- يكون التقابض في المجلس لكونهما نقدين.

ثالثا: إذا كان ديننا

بيع صكوك الدين كصكوك السلم والاستصناع هو من قبيل البيع قبل القبض المنهي عنه شرعا.

¹ عبد النور علام، دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام-دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية-، رسالة ماجستير، تخصص الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011م-2012م، ص: 33.

² أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 2009م، ص ص: 91-96.

المطلب الثالث: آلية إطفاء الصكوك

يقصد بإطفاء الصك استرداد المال الداخل في المشروع، ويتم بإحدى الطرق التالية:¹

أولاً: تصفية المشروع وتنقيضه حقيقة (بيعه و تحويله إلى سيولة نقدية)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه ونصيبه من الأموال المتوافرة سواء كانت الحصيلة ربحاً أو خسارة .

ثانياً: التنقيض الحكمي، أي تقويم المشروع من قبل الخبراء، ثم توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته.

ثالثاً: تملك الموجودات بالهبة أو بئمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك.

وهذا الإطفاء إما يكون كلياً مرة واحدة في نهاية الإصدار، أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار .

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، بيروت، لبنان، 1430هـ-2009م، ص ص: 48،49 .

المبحث الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية وأسسها المحاسبية والتنظيم القانوني لإصدارها

تخضع عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية للعديد من الضوابط الشرعية والأسس المحاسبية كما أن لها تنظيمًا قانونيًا يخص إصدارها.

المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

سوف نستعرض في هذا المطلب الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار وتداول واسترداد الصكوك الإسلامية.

الفرع الأول: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية

تتمثل ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:¹

أولاً: يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.
ثانياً: يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها.
ثالثاً: تترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.

رابعاً: طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.

خامساً: تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.

سادساً: تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد.

سابعاً: تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك الإيجاب، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولاً.

ثامناً: يراعى في نشرة الإصدار مجموعة من النقاط فيما يخص شروط التعاقد وتحديد نوع العقد وأركانه وكذا الضمانات والتعهدات المقدمة وأجال العقد والطرق المشروعة للتحوط من المخاطر.

الفرع الثاني: ضوابط تداول الصكوك واستردادها

أما ضوابط تداول واسترداد الصكوك الإسلامية فتتمثل في:²

أولاً: يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط

¹ المعيار الشرعي رقم: 17، مرجع سابق، ص ص: 472-479.

² المرجع نفسه، ص ص: 479-482.

الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

ثانياً: في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

ثالثاً: يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.

رابعاً: يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الوعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

خامساً: يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.

سادساً: يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

سابعاً: يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدين حين الاسترداد، على ألا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.

ثامناً: لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

تاسعاً: يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين من قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

عاشراً: لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.

حادية عشر: يجوز إجراء موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك أو خدمة بشرط عدم الربط بين عقدي الإيجار.

ثانية عشر: يجوز للمشتري الثاني لمنافع الأعيان (الموجودات) المعينة أن يبيعها أيضاً، وأن يصدر صكوكاً بذلك.

ثالثة عشر: يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون.

رابعة عشر: لا يجوز تداول صكوك السلم.

خامسة عشر: لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.

سادسة عشر: يجوز تداول صكوك المشاركة و صكوك المضاربة و صكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

سابعة عشر: يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض، أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

ثامنة عشر: يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

المطلب الثاني: الأسس المحاسبية لإصدار وتداول واسترداد الصكوك الإسلامية

يحكم عمليات الإثبات والقياس والإفصاح المحاسبي لإصدار، تداول واسترداد الصكوك الإسلامية مجموعة من الأسس المحاسبية المستنبطة من المعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، من أهمها ما يلي:¹

أولاً: أساس استقلال الذمة المالية للشركة المصدرة (المنشئة) للصكوك عن الذمة المالية للمشاركين في الصكوك، ويتم التعامل مع هذه الشركة على أن لها شخصية معنوية مستقلة، وتتم المحاسبة على عمليات الصكوك على هذا الأساس، ولاسيما عند التعامل مع الجهات الحكومية ومع الغير، وتأسيسها على ذلك يكون لها تنظيمها المحاسبي وقوائمها المالية، ويكون لها مراقب حسابات خارجي، وكذلك هيئة رقابة شرعية.

ثانياً: أساس الفترة المالية، حيث تقسم حياة المشروع أو العملية الاستثمارية التي أصدرت من أجلها الصكوك إلى فترات مالية قصيرة، مثلاً سنوية، حيث يتم في نهاية كل فترة إعداد القوائم المالية والتقارير المختلفة.

ثالثاً: أساس استمرارية المشاركة حتى انتهاء المشروع أو العملية التي أصدرت الصكوك من أجلها سواء كانت مرابحة أو استصناع أو سلم أو إجارة أو نحو ذلك.

رابعاً: أساس تحميل الشركة المصدرة للصكوك بالمصروفات التي أنفقت على إصدار الصكوك مثل مصروفات الاكتتاب، الترويج، والتسويق، ومصروفات البنوك ذات العلاقة بإصدار الصكوك، وما في حكم

¹ حسين حسين شحاتة، الصكوك والمعالجات المحاسبية للصكوك الإسلامية مع حالات تطبيقية، بنك التمويل المصرفي السعودي، دورة الصكوك الإسلامية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 05-06 جويلية 2008م، ص: 94.

ذلك، ويجب أن يشار إلى ذلك في نشرة الاكتتاب ما لم يتم الاتفاق على غير ذلك، ولا تحمل الصكوك بأي مصروفات هي من مسؤوليات الشركة المصدرة (المديرة)، حيث أخذت في الاعتبار عند تحديد حصتها الشائعة في الأرباح.

خامسا: أساس التقويم وفقا للقيمة السوقية، وذلك لموجودات المشروع أو العملية موضوع الصكوك عند إعداد القوائم المالية، وهي قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، ويستعان بأهل الخبرة، والاختصاص في ذلك، والتي تعتبر أساسا سليما لتقويم قيمة الصك عند التداول أو إعادة الشراء، وبيان الأرباح والخسائر الرأسمالية¹.

سادسا: أساس الاحتياط للمخاطر المستقبلية، وذلك بتكوين المخصصات اللازمة عند توزيع العوائد الدورية (السنوية) مادام المشروع أو العملية موضوع الصكوك المصدرة لم تنته بعد، وذلك للمحافظة على رأس المال.

سابعا: أساس المقابلة بين مصروفات العمليات و إيراداتها، عند إعداد قائمة الدخل للمشروع أو العملية الممولة من الصكوك، وذلك بهدف قياس العوائد التشغيلية التي سوف توزع بين حملة الصكوك (المشاركين) وبين الشركة المصدرة للصكوك والمديرة (رب العمل)، ويحكم ذلك الضوابط الشرعية لنفقات شركة المضاربة².

ثامنا: أساس توزيع دفعات تحت حساب الأرباح، وذلك إلى أن تتم التصفية النهائية للصكوك، وفي هذه الحالة يجوز أن تجبر أي خسارة لاحقة بالريح الموزع تحت الحساب وذلك لوقاية رأس المال.

تاسعا: أساس توزيع المشروعات أو العمليات موضوع الصكوك على أساس نسبة شائعة لكل من المشاركين والشركة القائمة على الصكوك، ويتم تقويم الصك لأغراض التداول على أساس سعر الأوراق المالية، أو التراضي عليه بين الأطراف (البائع والمشتري) وقد يكون المشتري، الشركة المصدرة للصكوك. **عاشرا: يتم إطفاء الصكوك على فترات دورية أو في نهاية أجل العملية أو المشروع التي أصدرت من أجله،** وذلك وفقا لأسس ومعايير المحاسبة السائدة والمتعارف عليها والتي تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

حادية عشر: يتم توزيع أرباح أو خسائر المشروع أو العملية موضوع الصكوك وفقا لأسس ومعايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أو السائدة، متى كانت تتفق مع أحكام، وقواعد الشريعة الإسلامية.

ثانية عشر: يتم الإفصاح المحاسبي عن كل فترة دورية مناسبة عن معاملات الصكوك بالوسائل، والأدوات، والطرق المحاسبية المتعارف عليها.

¹ يوسف محمد، الإفصاح المحاسبي عن الصكوك الإسلامية وأثره على ترويجها، رسالة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة، جامعة بنها، جمهورية مصر العربية، 2001م، ص: 52.

² المرجع نفسه، ص: 53.

ثالثة عشرًا: يتم الإفصاح عن التدقيق الشرعي لمعاملات الصكوك من خلال تقرير هيئة الرقابة الشرعية للشركة المصدرة للصكوك.

وحول كل ما سبق فإن الفكر المحاسبي يقوم على مجموعة مترابطة من الأسس التي تعتمد عليها العمليات المحاسبية و يتم تطبيق هذه المبادئ طالما أنها تتناسب مع الإصدارات المختلفة للصكوك ولا تتعارض مع المعايير الشرعية لإصدار الصكوك.

المطلب الثالث: التنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية

تتضح أهمية الإطار التشريعي في تنشيط التعامل بالصكوك الإسلامية من خلال التطرق للنقاط التالية:

الفرع الأول: أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية

يعتبر وجود الإطار التشريعي في غاية الأهمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية، وذلك نظرا للعوامل التالية:¹

أولًا: تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولذلك فهي تحتاج إلى ضرورة صياغة ووضع الإطار التشريعي لها لضمان تنظيم التعامل بها، وتوحيد أسس المعاملات بهذه الأداة حتى لا تتعدّد وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي.

ثانيًا: تجلب وتجذب الصكوك الإسلامية الفوائض المالية لجمهور عريض من أفراد المجتمع، وكذلك الشركات، والمؤسسات، فهي تعد وعاء عامًا توظف فيه أموال المجتمع، يتطلب توفير حماية له تتناسب مع طبيعته وعموم التعامل به بين الأفراد، والمؤسسات، وقد جرى العرف القانوني، والعملي على توفير الحماية القانونية لمثل هذا الوعاء حفاظًا على أموال المجتمع.

ثالثًا: تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب العقد الذي تتأسس عليه ك: المضاربة والإجارة والاستصناع، كما أنها تتنوع أيضًا من حيث مجال توظيفها والجهة المصدرة لها... الخ، لذلك يكون من الأهمية بما كان وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك.

رابعًا: ضرورة توفير الحماية القانونية للمستثمرين في الصكوك الإسلامية، إذ لا يجوز لأي شركة أن تصدر صكوكًا قابلة للتداول لمواجهة احتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط معين أو عملية معينة أو لأي غرض آخر، إلا بموجب نظام (قانون) يحدد الأحكام، والشروط العامة لهذه الصكوك، والإجراءات الواجب اتباعها لإصدار هذه الصكوك، وكيفية تداولها، وحقوق، والتزامات الجهات المصدرة والمستثمرين.

خامسًا: ينبغي تنظيم العلاقة بين الأطراف المختلفة للصكوك من خلال نصوص قانونية عامة، فلا يجب أن تترك قواعد تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية مهما كان نوعها، وغرضها، وطرحها للاكتتاب العام لاجتهادات الجهة المصدرة لها، فلا بد أن تكون محكمة بنظام يصدر طبقًا للإجراءات القانونية المعتمدة.

¹ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، الإمارات العربية المتحدة، 2009م، ص: 44.

سادسا: لا يكفي أن تكون الصكوك الإسلامية متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك لسببين:

✓ الشريعة الإسلامية جاءت بمبادئ وقواعد عامة فيما يخص معظم المعاملات المالية، ومن الطبيعي أن تصدر اجتماعات عديدة للفقهاء والعلماء حول المسألة الواحدة، وتركت قواعد الشريعة الحق لولي الأمر في اختيار الرأي الفقهي الذي يراه مناسباً، ومحققاً للمصلحة العامة، وأن يضع التنظيمات التفصيلية في إطار مبادئ الشريعة، وقواعدها العامة على النحو الذي يتلاءم مع ظروف الزمان، والمكان، ومصالح الدولة، والأفراد.

✓ يعد إصدار هذا النظام تطبيقاً للقواعد العامة المقررة في الشريعة لأهميته وضرورته، فهو الذي يحدد أنواع الصكوك، وأغراضها، والتأكد من توافق هذه الصكوك، وأحكام الشريعة، كما يحدد شروط وإجراءات إصدارها، وتداولها، ويحدد أيضاً القواعد المنظمة لحملة الصكوك، والجهات المصدرة لها... الخ، وكل الأسواق المالية المنظمة في مختلف الدول لا تسمح بطرح، وتداول أوراق مالية إلا إذا كانت منظمة، ومحكومة بقانون معين.¹

سابعا: تختلف الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية في أنها تصدر بناء على رأي هيئة شرعية قد تكون مختلفة حتى ضمن الإصدار الواحد، لذلك لا بد من تقنين هذه العملية حفاظاً على حقوق الأطراف المختلفة للصكوك.²

الفرع الثاني: قانون تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية

تتطلب عملية إصدار الصكوك الإسلامية ضرورة صياغة، ووضع قانون متكامل للصكوك يعالج المواضيع التالية:³

أولاً: تقديم تعريف واضح للصكوك الإسلامية، ولكافة المتعاملين بها والجهات ذات العلاقة: الصكوك الإسلامية، التصكيك، مدير الإصدار، وكيل الإصدار، الشركة ذات الغرض الخاص، موجودات الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، المكتتب أو حامل الصك ...

ثانياً: تحديد الجهات التي يسمح لها بإصدار الصكوك الإسلامية مثل: الهيئات العامة، والمؤسسات العامة، وشركات المساهمة... الخ.

ثالثاً: تنظيم تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص مثل توضيح أغراضها، وإدارتها، والشكل القانوني بالإضافة إلى تعيين الجهة الرقابية التابعة لها مثل هيئة الأوراق المالية.

¹ خالد أحمد عثمان، مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية في حاجة إلى تنظيم قانوني، الاقتصادية "جريدة العرب الاقتصادية الدولية"، الرياض، المملكة العربية السعودية، تاريخ الإصدار: 01 ماي 2010م، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2010/05/01/article_386600.html ، تاريخ الاطلاع: 2019/03/02م على الساعة: 15:24.

² محمد سعيد الحمادي، التحديات القانونية والتشريعية لإصدار صكوك إسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة: الصكوك الإسلامية تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BDO، عمان، الأردن، 06-07 شعبان 1431هـ الموافق لـ: 18-19 جويلية 2010م، ص: 09.

³ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2013-2014م، ص: 239، 238.

رابعاً: توضيح خصائص الصكوك الإسلامية، وجميع أنواعها، والأحكام الخاصة بكل نوع مثل: صكوك الاستصناع أو الإجازة أو المرابحة..

خامساً: تحديد شروط إصدار الصكوك الإسلامية من قبل المؤسسات، والحكومات كأن تكون مثلاً مجازة من قبل هيئة شرعية أو أية شروط أخرى تضعها هيئة الأوراق المالية.

سادساً: تحديد المعلومات الواجب توافرها في نشرة الإصدار المعدة من قبل الجهة المصدرة، مثل:

- ✓ معلومات عامة عن الجهة المصدرة: اسمها، غرضها، رأسمالها...
- ✓ معلومات عامة عن الهيئة الشرعية التي أجازت الصكوك الإسلامية
- ✓ معلومات متعلقة بالصكوك الإسلامية: القيمة الإجمالية للإصدار، قيمة الصكوك الاسمية وعددها والريخ المتوقع...
- ✓ المعلومات القانونية، وتشمل: تفاصيل القوانين أو المراسيم أو القرارات أو الموافقات التي تم بموجبها إصدار الصكوك الإسلامية.

سابعاً: كيفية تغطية قيمة الصكوك ودور متعهد التغطية.

ثامناً: تقارير الإفصاح، ودوريتها، ومسؤولية الوسيط، والحافظ الأمين

تاسعاً: تكوين هيئة حملة الصكوك، وتحديد مهامها، وتوضيح اجتماعاتها، وأعمالها، ودوريتها.

عاشراً: أحكام عامة مثل: دور الهيئة الرقابية والشرعية، مراقب الحسابات، والحافظ الأمين، وجهات التصنيف الائتماني.

حادي عشرًا: تحديد إجراءات فض الخلافات بين مختلف أطراف الصكوك .

المبحث الرابع: ضمانات ومخاطر وتحديات الصكوك الإسلامية

لما تحولت الصكوك من أدوات الاستثمار الحقيقي إلى أدوات التمويل، تماما كما تحولت عقود المشاركات والمضاربات في المؤسسات المالية إلى عقود تمويلية، فإنها تسببت في إثارة قضايا حول مشروعيتها، آتية عملها من حيث ضمان الأصل والعائد، كما أنها محاطة بكثير من المخاطر وتواجه عدة تحديات.

المطلب الأول: ضمانات الصكوك الإسلامية

سنستعرض في هذا المطلب أهم أنواع الضمانات المتفق عليها في مجال الصكوك، والتي تعتبر كتدابير وقائية يمكن أن تدفع حامل الصك لشرائها والمطالبة بها في حال تعثر سدادها في آجال استحقاقها، وأهمها:

أولاً: ضمان الطرف الثالث

والمراد به صدور الضمان من طرف ثالث، والمقصود به وجود طرف غير طرفي العقد (يختلف عن جهة الإصدار -الإدارة- وعن المشاركين-حملة الصكوك)، وهذا الضمان هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم ضمان يعادل قيمة الأصول الاسمية في حالة تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير، إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض.¹

وقد صدر بشأن ضمان الطرف الثالث فقرة خاصة ضمن قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي تحت رقم 30(3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار ونصه: "ليس هناك ما يمنع شرعا في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة من الحصول على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد، للتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لتخفيف الخسارة في مشروع معين على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في نفاذ العقد، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها."²

إن ضمان الطرف الثالث، غالبا ما يكون من الجهات الحكومية، إذا كان الهدف من هذه الصكوك تمويل مرفق عمومي أو مشروع حيوي.

ثانياً: التعهد بشراء موجودات الصكوك

يقدم مصدر الصكوك (المصدر) على اختلاف أنواعها تعهدا بشراء الصكوك (من حملتها) ويجري التعهد بالشراء بإحدى القيم الآتية: القيمة السوقية لصكوك محل التداول، أو بالقيمة العادلة أي بتقدير الخبراء لقيمة هذه الصكوك أو بسعر يتفق عليه وقت تنفيذ الشراء وليس قبله.

¹ عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-26/05/2010م، ص: 04.

² القرار رقم: 30(3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 1809.

وقد اختلف في جواز هذا التعهد من عدمه، غير أن الحقيقة في عدم فاعلية هذا التعهد في حالة تلف موجودات الصكوك وفقدانها إن وقع لكون مجرد صدور هذا التعهد بحد ذاته ممنوع، إذ يخالف أحكام المضاربة أو المشاركة أو الوكالة بالاستثمار التي تحكم علاقة مدير الصكوك بحاملها، وكون حامل الصك مالكا له، فله غنمه وعليه غرمه فهلاكه كليا أو جزئيا أو نقصان قيمته عليه وحده، وهذا هو الذي يحقق معنى الملك الحقيقي في الصكوك الإسلامية.

ثالثا: كفالة مدير الصكوك لمن يتعامل معه

الكفالة من مدير الصكوك شريكا، أو مضاربا أو وكيفا بالاستثمار، بعقد منفصل بالمجان لمن يتعامل معه كشركة تنفيذ أو مصدر أو مورد للسلع، جائزة لأن هذه الكفالة لا تستلزم حقيقة حصول الربح أو حتى ضمان رأس المال حتى تكون ممنوعة، بل هي كفالة طوعية من مدير الصكوك للالتزام جهة ما تعاقد معها.¹

رابعا: مؤسسات ضمان الاستثمار

بالإضافة إلى المؤسسات أو هيئات ضمان الاستثمار التقليدية، مثل: هيئات الضمان للبنوك، مؤسسات الضمان للاستثمار، هناك المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وتأمين الصادرات التي أنشأها البنك الإسلامي للتنمية، وهي تعمل وفق الشريعة، ويمكن الاشتراك فيها لتأمين الصكوك.

خامسا: تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار في الصكوك

ويتم ذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك في نهاية كل دورة استثمارية، أي بعد اقتطاع المقابل المخصص للإدارة²، كان حصة من الربح أو عمولة وكالة، كي لا تسهم الإدارة في الضمان، من خلال هذا الاحتياطي لسد الخسارة المحتملة على الصكوك، وإذا زاد هذا الاحتياطي بشكل كبير قد يخفي الخسارة الكاملة إن حصلت.

سادسا: استرداد قيمة الصكوك الاسمية بعد إغلاق الاكتتاب و قبل الشروع في الاستثمار

إن كان يسمح لحامل الصكوك من استرداد قيمة الصكوك الاسمية قبل الشروع في الاستثمار، فهذا لا يعد من قبيل الضمان الممنوع، بل من قبيل العدول على قرار الاستثمار.

سابعا: حق حاملي الصكوك في الاطلاع على سير عملية الاستثمار

إن من حق حملة الصكوك أن يكونوا على اطلاع دائم بتطورات العملية الاستثمارية، بصرف النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها، وذلك بأن يمثلوا بجهة مستقلة عن الجهة التي تتولى إدارة الصكوك وضعها تحقيقا للمصداقية، نظرا لأنهم أصحاب المال و المتضرر الأول في حال وقوع الخسارة، ولا يعد

¹ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية-، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012-2013م، ص:

² عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص: 05.

إعطائهم هذا الحق تدخلًا مباشرًا في شؤون عملية الاستثمار التي يتولاها مدير الصكوك مضارياً أم وكيلاً للاستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.¹

ثامناً: التوزيع الدوري للعائد على حملة الصكوك

معظم الصكوك المصدرة، اكتسبت خاصية توزيع أرباح المشروع بنسبة معينة، مؤسسة على سعر الفائدة (LIBOR) ليبور* فإذا زاد الربح الفعلي للاستثمار عن سعر الفائدة، فكل المبلغ الزائد يدفع لمدير العمليات - كحافز على تحسين الإدارة- أما إذا كان الربح الفعلي ناقصاً عن نسبة الفائدة LIBOR، ففي هذه الحالة يلتزم مدير العمليات بدفع الفرق بين الربح الفعلي ونسبة الفائدة إلى حملة الصكوك على أساس قرض بدون فائدة.

ويسترد مدير العمليات هذه المبالغ في الفترات اللاحقة التي تحقق فيها فوائد، أو من تخفيض ثمن شراء الصكوك عند إطفائها.²

تاسعاً: تبرع الدولة بضمان رأس المال أو الربح

يمكن للدولة أن تعلن عن التزامها بضمان رأس المال أو بنسبة معينة من الربح لحملة الصكوك، وذلك من خلال نص نشرة الإصدار على هذا الالتزام باعتباره تبرعاً، حيث تقوم الدولة بالتبرع لحملة الصكوك في مشروع معين، يتماشى مع خطط التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالصكوك الإسلامية إلى نوعين:³
مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

الفرع الأول: المخاطر المنتظمة (العامة)

وهي تشمل المخاطر التي تتعلق بالأسواق المالية لأسباب عامة، كالأوضاع السياسية السائدة من حيث الاستقرار، وأساليب تداول السلطة، والعلاقات السياسية الدولية، والسياسات النقدية والمالية للدولة والسياسات الاقتصادية، التي ترتبط بمؤشرات الدخل القومي، وميزان المدفوعات، وتنمية التجارة الخارجية والاطلاع على الخطط الاقتصادية.

¹ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سابق، ص: 35.

* ليبور: هو مؤشر تستخدمه المصارف ومؤسسات الائتمان والمستثمرون الذين لا يلتزمون بأحكام الشريعة الإسلامية لتثبيت تكلفة الإقراض في أسواق المال في جميع أنحاء العالم، حيث أن، كلمة LABOR هي اختصار (Landon Interbank of offered rate) والتي تعني معدل الفائدة المفروض من قبل بنك لندن، وهذا مؤشر على الفائدة الربوية المحرمة في الشريعة الإسلامية، من أجل هذا أوصى مجمع الفقه الإسلامي بضرورة الإسراع بإيجاد أدوات وصيغ تتناسب مع الشريعة لاستخدامها في الأسواق المالية.

² محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية، التجربة الماليزية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، المملكة العربية السعودية، 2008 م، ص: 02.

³ سامي العجيلي، إستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 04، العدد: 01، جامعة مصراتة، ليبيا، 2016م، ص: 109.

الفرع الثاني: المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)

فهي التي تحيط بالصكوك لأسباب خاصة بها ومنها ما يلي:¹

أولاً: مخاطر مصدري الصكوك

فمن المعلوم أن مصدر الصك قد يكون فرداً أو شركة أو حكومة، وهم أصحاب فكرة المشروع، فهم الذين يتلفون حصيلة الاكتتاب، ثم يوجهونه نحو الاستثمار في أي مشروع يرونه مناسباً، ومن ثم فهم أصحاب قرار الاستثمار لا يشاركه حملة الصكوك فيه باعتبارهم أصحاب المال، ولا يقيدهم إلا أحكام العقد الشرعي التي صدر على أساسها الصك، وشروط نشرة الإصدار، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار مصدري الصكوك سواء من الناحية الأخلاقية أو من ناحية الخبرة.

ثانياً: مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعاً

ويواجه المستثمرون هنا خطرين يتعلقان بتصكيك الذمم المقبولة شرعاً، وهما:

➤ **خطر التأخر في الوفاء:** وهذا الخطر يحدث إذا توقع مثلاً حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، بل أيضاً على الثقة في صفقات التصكيك بكاملها.

➤ **خطر العجز عن الوفاء:** وهذا الخطر يحدث إذا عجز المدين عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرر أهمية دور شركات التصنيف الائتمانية العالمية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطى عند بدء عملية التصكيك، وتساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الصكوك، إضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الصكوك لتعزيز ثقة المستثمرين بها.

ثالثاً: مخاطر تصكيك الأصول العينية

وهي المخاطر التي تكون في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، المحددة في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يجب إجراء دراسات وافية على الأصول القابلة للتصكيك، وتقدير تدفقاتها النقدية بدقة، وإجراء تحليل الحساسية عليها، لغرض اكتشاف مكامن الخطر، ووضع التدابير اللازمة لتجنبها.

رابعاً: المخاطر التشغيلية

فمن المعلوم أن الصكوك قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول ومن ثم فإن المخاطر التشغيلية الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك، مثلاً الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر... إلخ، لذا يجب مراعاتها.

¹ سامي العجيلي، مرجع سابق، ص: 109.

خامسا: المخاطر القانونية

هناك بعض المخاطر القانونية التي تكمن في النظم و التشريعات القانونية المعمول بها في كثير من الدول، مما يجعل الكثير من بنودها لا تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

سادسا: مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية

يعد الالتزام بالضوابط الشرعية من أهم سمات المؤسسات المالية الإسلامية، لأن مخالفتها لأحكام الشريعة في أي فترة من عمر الصك يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة، ودرجة خطورتها ولتجنبها يجب تعيين هيئة رقابة شرعية للإشراف عليها.¹

سابعا: مخاطر التمويل الإسلامي

هناك بعض المخاطر خاصة بطبيعة الصيغ التمويلية الإسلامية، ويمكن إيجازها فيما يلي:

- **مخاطر تتعلق بصكوك المضاربة:** مثل سوء الأمانة، وعدم كفاءة الشريك المضارب، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق أو التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار المضارب، والمدقق الداخلي.
- **مخاطر تتعلق بصكوك المشاركة:** مثل سوء إدارة المشروع، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق و المتابعة، ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا اختيار الشريك. وبما أن صكوك المشاركة تصدر على صيغة المشاركة، وأن حملتها إنما هم شركاء مساهمون في الشركة، فإن الخطر على الشركة يؤدي إلى تناقص القيمة السوقية للصك، وقد تفقد قيمتها الاسمية في حال إفلاس المشروع بشكل كامل.
- **مخاطر تتعلق بصكوك الإجارة:** مثل ارتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد والتأخير أو عدم السداد نتيجة (زيادة الإيجار)، ومشاكل صيانة العين المؤجرة، ومخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها، لذا وجب مراعاة ذلك.
- **مخاطر تتعلق بصكوك الاستصناع:** مثل مخاطر التخزين والنقل (يطلق عليها المخاطر الزمنية) أو مخاطر عدم سداد الأقساط (نتيجة زيادة السعر)، واختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد المستصنع لذا وجب مراعاة ذلك.²
- **مخاطر تتعلق بصكوك السلم:** من بين أهم المخاطر في صيغة السلم، المخاطر الناتجة عن عدم تسليم السلعة بسبب تلفها أو تماطل البائع في تسليمها، ومخاطر تتعلق بالسلعة نفسها في حال عدم تسليمها بالمواصفات والمعايير المتفق عليها، كأن تكون السلعة بجودة أقل وتتأثر صكوك السلم الصادرة بهذه المخاطر بطبيعة الحال، لأن حملة الصكوك هم أصحاب المال الذين دفعوا ثمن سلعة

¹ بكر ربحان، صيغ التمويل والاستثمار في المصارف الاستثمارية، البنك الإسلامي الأردني، عمان، الأردن، 2002م، ص: 84.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية " نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 2010م، ص ص: 109، 110.

السلم، وعلى أساسه ينتظرون تسلم السلعة في تاريخ محدد، وإذا تعرضت بضاعة السلم لأي نوع من أنواع المخاطر السابقة، يعني انخفاض عوائد الصكوك باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في ملكية بضاعة السلم.

● **مخاطر صكوك المرابحة:** ومن المخاطر الخاصة بها، عدم وفاء العميل بالتزامه بدفع الأقساط المحددة في مواعيدها (مخاطر الائتمان)، فإذا تأخر الزبون أو ماطل في سداد تلك الأقساط، فلا تستطيع المؤسسة المالية الإسلامية أن تزيد عليه، أو تفرض غرامات التأخير، ومن بين المخاطر أيضاً عدم الالتزام بالوعد في حالة صكوك المرابحة للآمر بالشراء، وهي تعتبر من المخاطر عند الأخذ برأي عدم إلزام العميل بتنفيذ وعده بشراء السلعة بعد توفيرها ولو كانت وفق المعايير الخاصة بالآمر بالشراء (في حالة أن الأمر بالشراء ليس المصدر بل جهة أخرى يتولى المصدر تمويلها)، فإحجامه عن الشراء يعني اضطرار المؤسسة إلى بيعها أقل من سعر شرائها كما يمكن أن تفقد صكوك المرابحة قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك سلعة المرابحة بكاملها وعليه انهيار المشروع وفشله.

● **مخاطر صيغ (المزراعة والمساقاة والمغارسة):** إن من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الزراعية هي المخاطر الطبيعية نظراً لطبيعة الصيغ الثلاثة المتصلة اتصالاً وثيقاً بالطبيعة (البيئة)، كالكوارث والحوادث الطبيعية، مما قد يفقد هذه الصكوك قيمتها الاسمية في حالة وجود ظروف قاهرة تؤدي إلى إهلاك موجودات المشروع الزراعي بكاملها، وبالتالي انهيار المشروع وفشله، كما تتعرض المشاريع الممولة بهذه الصيغة كذلك إلى مخاطر السوق (مخاطر الأسعار)، كزيادة عرض ثمار أو حبوب معينة في سوق المحاصيل الزراعية، مما يؤدي إلى انخفاض عائدات الصكوك¹.

ثامناً: مخاطر المشاريع الاستثمارية

هناك بعض المخاطر التي تتعلق بالمشاريع الاستثمارية وأهمها:

✓ **الشكل القانوني للمنشأة:** مثل المنشأة الفردية التي تعد أكثر خطورة من أنواع المنشآت الأخرى، ولتجنبها، يتم توزيع الاستثمارات على عدة أشكال قانونية للمنشآت.

✓ **كفاءة رئيس المنشأة وصفاته:** مثل نقص كفاءة مدير المنشأة، التي تتوقف على مدى تحمسه، وإيمانه برسالة منشأته، وقدرته على اتخاذ قرار سليم، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يكمن الحل في حسن اختيار المدير.

✓ **تكامل خبرات هيئة الإدارة:** إن افتقار هيئة الإدارة إلى الخبرات، قد يحرّمها من العلم بالظروف المحيطة باتخاذ القرار المناسب، ولتجنب مثل هذه المخاطر، يكمن الحل في حسن اختيار الهيئة الإدارية من الخبرات المتخصصة.

¹ سليمان ناصر وربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، الملتقى الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، معهد الدراسات المصرفية عمان، الأردن، 6-8 أكتوبر 2012م، ص ص: 11، 12.

✓ **مراحل نمو المنشأة:** تتعدد مخاطر مراحل حياة المنشأة، مثل مخاطر مرحلة الاستقرار للمنشأة، وتتسم هذه المرحلة بكفاءة الإدارة، وهي أقل من مخاطر المرحلة الأولى، لتجنبها، يجب اتخاذ قرار سليم في نفقات التأسيس مثلا، حتى لا تتحمل نفقات لا مبرر لها.

✓ **مخاطر تسويقية:** هناك مخاطر تسويقية تتعلق بطبيعة بعض الصناعات بسبب اعتمادها على التكنولوجيا مثلا، ففي حالة تباطؤ التسويق يجعل السلع تتقدم بمعدل يفوق عمرها الافتراضي، ولتجنبها، يكمن الحل في اتباع سياسة تنويع المشاريع الاستثمارية.¹

المطلب الثالث: تحديات تطوير الصكوك الإسلامية

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محليا ودوليا على تداول الصكوك الإسلامية، فإنه يجب أن يوافق ذلك تطورا متكافئا على مستوى العرض.

ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية ما يلي:²

أولا: الاختلافات الشرعية، واجهت الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم حيث يبالغون أحيانا في تشدهم ويحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لتقليل الشبهات وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.

ثانيا: غياب إطار تشريعي وتنظيمي، ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

ثالثا: التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية، لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة.

رابعا: نقص الشفافية في بعض الإصدارات، الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقا، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.

خامسا: نقص الموارد البشرية المؤهلة، لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطورا سريعا، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجالات التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لاشك فيه أن ضعف العاملين سيفرض تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو و تطور تداول الصكوك الإسلامية.

¹ زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص: 110، 111.

² سامي العجيلي، مرجع سابق، ص: 108.

خلاصة الفصل الأول:

لقد ساهمت الأزمة المالية العالمية في تعزيز الثقة بقوة في النموذج المالي الإسلامي وقدرته على الاستدامة، والبقاء بعيدا عن أزمات الأسواق المالية العالمية، حيث يتوقع أن يكون هناك إقبالا كبيرا خلال المرحلة المقبلة على الصكوك الإسلامية ليس فقط في السوق المحلية أو البلدان الإسلامية، بل حتى في البلدان الغربية، مما حتم ضرورة تطويرها وابتكارها حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة، وذلك من خلال توفر المرتكزات الآتية :

- الالتزام بالضوابط الشرعية في أي معاملة مالية؛
- الإفصاح الكامل للمعلومات والبيانات المالية؛
- توفر سوق مالية إسلامية كفؤة.

الفصل الثاني:

مفاهيم حول السوق المالية الإسلامية

تمهيد:

لكي يتم التداول في الصكوك بيعا وشراء وكذا طرحها للاكتتاب يجب أن يكون هناك ما يسمى بالسوق المالية الإسلامية أي المكان الذي يلتقي فيه عارضي السلع والخدمات والموجودات والمنافع مع الطالبين لها، ولكن وفقا لضوابط وأحكام شرعية توجه وتدقق في صحة أي عملية مالية تحدث في هذه السوق، فالسوق المالية الإسلامية تقدم ضمانات للمتعاملين فيها لأنها تعتبر واجهة للاقتصاد الحقيقي على عكس السوق المالية بالمفهوم الكلاسيكي الذي يبني على كل ما هو وهمي، إلا أن السوق المالية الإسلامية تحفها مجموعة من المخاطر في تعاملاتها وتواجهها مجموعة من التحديات.

وللتفصيل في حيثيات هذا الفصل تمت تجزئته إلى أربعة مباحث هي:

- المبحث الأول: مدخل حول مفهوم السوق المالية؛
- المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية؛
- المبحث الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- المبحث الرابع: أوجه التحدي في السوق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: مدخل حول مفهوم السوق المالية

السوق عبارة عن نقطة التقاء بين عارضي وبائعي السلع والخدمات وعلى هذا الأساس سنتطرق إلى تعريف السوق المالية، أهميتها في الاقتصاد، وأخيرا عمليات السوق الأوراق المالية في ميزان الفقه.

المطلب الأول: تعريف السوق المالية

إن كلمة سوق بالمعنى التجاري تعني المكان الذي تتجمع فيه السلع ويتم فيه نقل الملكية بعد تمام البيع أو الشراء، أما السوق بالمعنى الاقتصادي فلا يُقصد به مكانا معيناً وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كانت على نطاق محلي أو دولي، أو أي مكان يتم فيه التوزيع أو التبادل. أما سوق المال فتُطلق على جميع المؤسسات التي تتعامل في السلع والخدمات والأصول العقارية والمنقولة.

وبالنسبة لأسواق التمويل فهي جزء من سوق المال يلتقي من خلالها الباحثون عن الأموال من رجال الأعمال وذوي الفائض من المدّخرين، وهي لا تتعامل في السلع والخدمات والممتلكات، وإنما في النقود والوسائل النقدية والمالية، ويتكون سوق التمويل من سوق النقد وسوق رأس المال.

أولاً: سوق النقد Money market

وتتداول فيها النقود الجاهزة والأوعية الأخرى القريبة منها كالأوراق التجارية وشهادات الإيداع، أي الأصول المالية قصيرة الأجل أو ما يُعرف بالإصدارات النقدية، وأهم مؤسساتها البنك المركزي والبنوك التجارية.

ثانياً: سوق رأس المال Capital market

وتُسمى أيضاً سوق الأوراق المالية وتتعامل في الأموال لأجل متوسطة وطويلة، أي الأصول المالية لأطول من عام أو ما يُعرف بالإصدارات المالية، ومع ذلك فهي تستجيب لحاجات المدّخرين في تنوع الاستثمار بين قصير الأجل في السندات وطويل الأجل في الأسهم.¹

ويختلف السهم مع السند في أمور كثيرة أهمّها:²

- ✓ يمثل السهم **Share** جزءاً من رأس مال الشركة، وحامل السهم شريك في الشركة بقدر رأس ماله
- أما السند **Bond** فيُعتبر ديناً على الشركة، وحامل السند دائن للشركة بقيمة السند.
- ✓ ربح السهم متغيّر حسب نشاط الشركة وقد تكون هناك خسارة، أما ربح السند فهو ثابت ولا يتأثر بالخسارة لأنه على شكل معدل فائدة.

¹ سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 25 - 28 ماي 2003م، ص: 04.

² شمعون شمعون، البورصة، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993 م، ص: 33.

✓ حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة، أما حامل السند فليس له الحق في الإدارة.

✓ حامل السهم لا يسترد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يُشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده، بل هو قابل للزيادة أو النقصان، أما حامل السند فيسترد رأس ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.

✓ عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم من الباقي بعد تسديد كافة الديون، أما حامل السند فتكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.

ونشير إلى أن سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية تكون على نوعين:

- **سوق الإصدار أو السوق الأولية Primary market:** وهي التي تُسوق فيها الورقة المالية لأول مرة، ومهمتها أن تجمع بين المدخرين والمستثمرين ليتم التبادل بين قطاع الأعمال وقطاع المدخرين.
- **سوق التداول أو السوق الثانوية Secondary market:** وهي التي تتم فيها مبادلة أوراق مالية موجودة، وفيها يستطيع المستثمر والمدخر التحوّل بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس.

والسوق الثانوية لرأس المال قد تكون منظمة، وقد تكون غير منظمة. فإذا كانت سوقاً منظمة فإنها تُعرف باسم بورصة الأوراق المالية Stock exchange، أما إذا كانت غير منظمة (أي إذا لم توجد بورصة) فإن التعامل في هذه الحالة يتم فيها بين الأفراد أو المصارف أو سماسرة الأوراق المالية أو مكاتب الصرافة.

المطلب الثاني: أهمية السوق المالية في الاقتصاد

تؤدي سوق رأس المال دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، إذ تتيح الفرصة لتقابل العرض والطلب، كما أنها تعتبر مقياساً دقيقاً لحركة الاستثمار والادخار في أي بلد.

ويمكن تلخيص الوظائف الهامة لهذه السوق فيما يلي:¹

أولاً: تسهيل سوق الأوراق المالية عملية الاستثمار قصيرة الأجل، فكثيراً ما تكون بعض الأموال قد فاضت في فترة من الزمن عن حاجة بعض الشركات أو الأفراد بسبب تقلبات موسمية أو كساد مؤقت يطرأ على بعض أعمالهم فيلجأون إلى استثمار هذا الفائض من السيولة في أوراق مالية عن طريق شرائها في البورصة، وهم لا يلجأون إلى ذلك إلا لثقتهم التامة في أنهم يستطيعون بيع تلك الأوراق في أي وقت يشاؤون في بورصة الأوراق المالية أيضاً، وتحويل قيمتها إلى نقود سائلة وبالسعر الجاري.

¹ شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 33.

ثانياً: تسمح دراسة تقلبات أسعار الأسهم في البورصة بتعيين المشاريع الاقتصادية المثمرة والشركات الناجحة في أعمالها، مما يساعد على حسن تخصيص الموارد ومن ثم تحقيق الكفاءة الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة.

ثالثاً: تُوفّر سوق الأوراق المالية جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسودها من انتظام في التعامل ومعرفة بالأسعار وكبر عدد البائعين والمشتريين مما يؤدي إلى كثرة التعامل والتداول بدافع الأمل في تحقيق الربح، ومن ثم دفع عجلة الاقتصاد إلى الأمام.

وباختصار تعتبر بورصة الأوراق المالية سوقاً مثالية لسيادة قانون العرض والطلب، وهي سوق لا غنى عنها في أي بلد يعمد إلى تطبيق نظام اقتصادي حر ومتطور.

المطلب الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي

تنقسم عمليات سوق الأوراق المالية إلى عمليات عاجلة " نقدية " وعمليات آجلة:

الفرع الأول: العمليات العاجلة

ونتناول في هذا الفرع تعريف العمليات العاجلة ونظرة الإسلام لهذه العمليات.

أولاً: تعريف العمليات العاجلة

وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين طرفين أحدهما البائع والذي يسلم فيها الأوراق المالية، والطرف الآخر هو المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، وهذه العملية تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية، والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري، وتكون هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع.

ثانياً: نظرة الإسلام للعمليات العاجلة

العمليات العاجلة التي تتم في سوق الأوراق المالية جائزة شرعاً ما لم تكن على الأوراق المحظور التعامل بها كالسندات، وذلك لأن شروط عقد البيع والشراء من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه تنطبق على تلك العمليات، وهناك صور أخرى من البيوع التي يجري التعامل بها في سوق الأوراق المالية وضمن إطار العمليات العاجلة وهي على شكلين:¹

➤ البيع على المكشوف (البيع القصير): وقد عرفه روبرت (Robert Wessed) بأنه: " عملية

مضاربة تستهدف تمكين التجار من الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم " ²، ونجد أن هذه

العملية تعتمد على ما يلي:

✓ الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير محددة بمدة زمنية.

¹ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا "، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015م، ص ص: 173، 174.

² سمير رضوان عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 1996 م، ص: 216.

- ✓ المخاطرة على نزول الأسعار، حيث احتمال الربح والخسارة.
- ✓ تسديد القرض، سواء كان رابحاً أو خاسراً.
- ✓ الغرض من البيع هو استعادة العميل من الفرق بين السعيرين، وأما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود.
- ✓ يدخل ضمن العمليات الآجلة لأن العميل ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتريين، وملزم بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق.
- ومنه نستنتج، أن البيع على المكشوف " البيع القصير " غير جائز باعتبار أنه من القمار، كما أن السمسار يتصرف في مال غيره بغير إذنه.
- **التعامل بالهامش:** الشراء بالهامش يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلا منهما يقوم على القرض ووجه الاختلاف بين هذين النوعين من البيوع أن البائع على المكشوف يقترض من سمساره نقوداً ليشتري مزيداً من الأوراق المالية التي أصدر إليها أمراً بشرائها، وأما التعامل بالهامش فيقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة، ويعتبر باقي الثمن قرضاً يقدمه السمسار إلى المشتري، وترهن الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض حيث يقوم هذا الأخير بالاقتراض بضمانها من المصارف مع سعر فائدة أقل ويوجد نوعين من الهامش¹:
- ✓ **الهامش الابتدائي: (الأولي):** وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأسهم في اليوم الأول فقط، وعادة ما يستخدم للمضاربات السريعة.
- ✓ **الهامش الاستمراري:** وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأسهم لما بعد اليوم الأول.

إن التعامل بالهامش غير جائز هو كذلك.

الفرع الثاني: العمليات الآجلة

وهنا سنتعرف على العمليات الآجلة ونظرة الإسلام لها:

أولاً: تعريف العمليات الآجلة

وهي عقد بيع، يؤجل فيه الثمن والمثلن إلى أجل معلوم يسمى التصفية أو يوم التسوية². ويلتزم كل من المشتري والبائع على تصفيتهما في تاريخ مقبل معين يجري فيه التسليم والتسلم، ما عدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها³.

¹ علي محي الدين القرّة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 07، العدد: 07، الجزء الأول، جدة، المملكة العربية السعودية، 1992 م، ص: 163.

² شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2002م، ص: 202.

³ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وآثارها على الأسواق المالية - البورصات -، الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الجمهورية العربية السورية، 2006م، ص: 233.

ثانياً: نظرة الإسلام للعمليات الآجلة

وفي هذا الجزء نجد نظرة الإسلام لـ:

➤ العمليات الآجلة الباتة (القطعية)

وتعرف بأنها العمليات التي تجري بين طرفين البائع والمشتري يتحدد فيها مقدراً ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة وثمنها (سعر الصفقة يوم التعاقد) في يوم محدد في المستقبل يسمى بيوم التسوية، وفي مكان معين.

وهذا النوع من العمليات لا يتم فيه تسليم المعقود عليه، ولا الثمن ولا المثلث، بل يشترط تأجيلهما، وعلى هذا فإن العملية لا تجوز شرعاً، لأن شرط صحة العقود أن يتم تسليم العوضين أو أحدهما ولا يجوز اشتراط تأجيل الاثنين.

➤ العمليات الآجلة الشرطية

وهي العمليات التي تتضمن في طياتها شرطاً وهي أنواع:

✓ العمليات الآجلة الشرطية البسيطة أو العمليات الآجلة بشرط التعويض

وهي أن يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفية العمليات في تاريخ معين، إلا أن يشترط لأحد الطرفين الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً، وهذا المبلغ بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية.

وحكم العمليات الآجلة بشرط التعويض لا يختلف عن الحكم في العمليات الآجلة الباتة في أن العقد لم يتم من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم فيه التسليم والتسليم، لا للثمن، ولا للمثلث، بل اشترط فيه تأخير الاثنين معاً، لذلك فهي عمليات غير جائزة شرعاً.¹

✓ العمليات المضاعفة

يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من البيع أو الشراء عند حلول الأجل المتفق عليه، بحيث يكون له الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها، وذلك بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضاً مناسباً يتفق عليه ولا يرد إلى دافعه، وتختلف قيمة هذا التعويض باختلاف نسبة الكمية المضاعفة.

وحكم هذا النوع عدم الجواز شرعاً، وذلك لعدم توفر أركان العقد حيث يتضمن نوعاً من المغامرة، فضلاً على ذلك أنه يتضمن في ظاهره بيعاً متضمناً بوعده، ويتضمن بيعاً آخر، ومن ثم يعتبر من البيوع المنهي عنها لأنه يتضمن صفتين في صفقة واحدة.²

¹ علي محي الدين القرة داغي، الأنواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد: 06، الجزء الثاني، جدة، المملكة العربية السعودية، 1990م، ص: 153 - 157.

² سمير رضوان عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 349.

✓ العمليات الآجلة بشرط الانتقاء أو الشرطية المركبة

في هذه العمليات يكون البائع والمشتري لهما حق الخيار في إبرام الصفقة في موعد التصفية بأي من السعيرين، وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الأعلى، أو البيع بالسعر الأدنى، فالمتعاملون بهذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتقاعاً أو هبوطاً، بينما بائعوا هذه الأوراق يعتقدون أن الأسعار لن يطرأ عليها أي تغير كبير، بل أن السوق ستبقى هادئة.¹ وتعرف تلك العمليات بأنها التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون مشترياً أو بائعاً لمقدار معين في ميعاد معين، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب، أو يقبله بشرط أن يدفع تعويضاً عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتتم الفرصة في حالة الصعود أو الهبوط.² وهي مما لا يجوز العمل به لما فيها من علل العمليات الشرطية القطعية ومضاف إليها غرر فاحش حيث لا يدري المتعاقد يوم التصفية أهو بائع أم مشتري.³

¹ أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، جدة، المملكة العربية السعودية، 1990 م، ص: 130.

² سمير رضوان عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 348.

³ محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013 م، ص: 178.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية

تمثل السوق المالية الإسلامية المكان الذي يلتقي من خلاله المدخرون بالمستثمرين، لغرض التعامل بالأصول الشرعية المختلفة (المالية والنقدية) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة)، وذلك وفق سياسات معينة وطرق متنوعة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، ولتوضيح ذلك قمنا بالتفصيل في نشأة ومفهوم وأهمية السوق المالية الإسلامية، والشروط اللازمة لإقامتها ومقوماتها وضوابطها الشرعية، وكذا وظائف وأنواع السوق المالية الإسلامية ومؤشرات كفاءتها وأدائها.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم وأهمية السوق المالية الإسلامية

سنتناول في هذا المطلب نشأة ومفهوم وأهمية السوق المالية الإسلامية:

الفرع الأول: نشأة السوق المالية

إن فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية ظهر منذ حوالي عقدين من الزمن، ولعل أول من طرح هذه الفكرة هو الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة (وذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ) واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 17 لسنة 1986 م الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال.¹ ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية في: 05 / 01 / 1987م ثم شركة الأمين للأوراق المالية في: 28 / 06 / 1987م، حيث طرحت كل منهما أول إصدار لها سنة 1988م.

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق رأس المال الإسلامي لتكون بمثابة سوق ثانوية مكتملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي الذي عُقد بدبي سنة 1406هـ - 1985م (المادة: 08) ما يلي:²

يوصي المؤتمر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية (مستمدة من الشريعة الإسلامية) تشكل أساساً لسوق مالي إسلامي.

ثم طُرحت الفكرة أيضاً في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية الذي عُقد في اسطنبول سنة 1407هـ - 1986م، وذلك في إطار إنشاء صندوق استثمار مشترك تساهم فيه البنوك الإسلامية، وتكون

¹ سليمان ناصر، مرجع سابق، ص: 5.

² معبد الجارحي، المصارف الإسلامية والأسواق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العددان: 52 و53، المنامة، البحرين، ربيع أول وثاني 1406هـ نوفمبر وديسمبر 1985م، ص: 74.

مهمته إنشاء المشروعات وطرح صكوك أو شهادات لتمويل هذه المشروعات¹، وقد كان بنك دبي الإسلامي أول من طرح هذه الفكرة فيكون بذلك قد قدم فكرتين في آن واحد هما:

- فكرة التعاون بين البنوك الإسلامية في مجال تمويل الاستثمارات الكبرى عن طريق إنشاء المحافظ الاستثمارية.

- فكرة إنشاء الأدوات المالية اللازمة لتنشيط سوق رأس المال الإسلامي.

ثم ليعيد بعد ذلك الدكتور سامي حمود الفكرة في ندوة " خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية " بعمّان/ الأردن سنة 1407هـ - 1987م.

كما طرح نفس الفكرة المرحوم الدكتور محمد سيّد مناعي في بحث مقدم إلى ندوة عُقدت بألمانيا في محرم 1409هـ الموافق ل: أوت من سنة 1988م حيث قال: « من الواضح أن المطلوب ليس هو بذل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال مع إدخال تغيير هامشي عليها، بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات »².

ثم تكرر النداء بعد أيام قليلة في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر والتي عُقدت في القاهرة في محرم 1409هـ الموافق ل: سبتمبر 1988م، حيث طالبت الندوة في توصياتها بتطوير أدوات رأس المال الإسلامي وإنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية.

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو من بنوك إسلامية، وكذلك تأسيس سوق مالية إسلامية عالمية تمثلت في مركز السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين، وذلك بعد اتفاق وقعته مؤسسة نقد البحرين مع السلطات الرقابية في مركز لبوان المالي بماليزيا والبنك الإسلامي للتنمية بالمملكة العربية السعودية في أكتوبر 1999م، وبدعم من حكومات إندونيسيا وسلطنة بروناي والمملكة العربية السعودية والسودان، ثم بتعاون بين بنوك إسلامية خليجية، حيث وافق كل من بيت التمويل الكويتي وبنك دبي الإسلامي وبنك البحرين الإسلامي على المشاركة في هذه المركز برأس مال مبدئي مدفوع قدره 15 مليون دولار وبمعدل 5 ملايين دولار لكل بنك، ومن المتوقع أن يصل رأس مال المركز إلى حوالي 50 مليون دولار خلال السنوات الثلاثة الأولى³.

وكما كان للبحرين فضل السبق في إصدار أولى أنواع الأدوات المالية الإسلامية، يكون لها الشرف مرة أخرى أن تحتضن أول نواة لسوق مالية إسلامية عالمية، نظراً لما تمثله من مركز مالي حيوي في الخليج، ولما تحتضنه من عدد كبير (نسبياً) من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

¹ سليمان ناصر، مرجع سابق، ص: 5.

² المرجع نفسه، ص: 5.

³ المرجع نفسه، ص: 5.

الفرع الثاني: مفهوم السوق المالية الإسلامية

وستتحدث هنا عن تعريف السوق المالية الإسلامية وكذا خصائصها:

أولاً: تعريف السوق المالية الإسلامية

تنوعت واختلفت تعاريف السوق المالية الإسلامية عند العلماء والباحثين، إلا أن أغلبهم يأخذ تعريف السوق المالية الإسلامية من تعريف السوق المالية الاصطلاحي الوضعي ويضعها في إطار شرعي إسلامي، وفيما يلي أهم التعاريف لهذه السوق.¹

➤ للسوق المالية معنيان، معنى واسع يضم مجموع التدفقات المالية في المجتمع بكافة آجالها القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل بين أفراد المجتمع ومؤسساته وقطاعاته، ومعنى ضيق ينحصر في سوق أو بورصة الأوراق المالية. وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معدلات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.

➤ " هي السوق التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية."²

➤ " سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأدوات المالية المشروعة "³.

➤ " سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعة وشراء لمختلف الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة."⁴

➤ " ذلك الإطار أو 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 من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمار الأموال في إطار شرعي."⁵

خلال استعراضنا للمفاهيم المختلفة للسوق المالية الإسلامية، نجد أن السوق المالية الإسلامية تستند في أحكامها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية. وبناء على هذه التعريفات السابقة، فإنه يمكن أن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها:⁶ " الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من

¹ رائد أبو مؤنس وخديجة شوشاني، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر التاسع للاقتصاد والتمويل، اسطنبول، تركيا، 9-11 سبتمبر، 2013م، ص: 03.

² كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005م، ص: 2.

³ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، أربد، الأردن، 2008 م، ص: 19.

⁴ أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، رسالة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1409هـ-1989م، ص: 05.

⁵ بشر موفق، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، تاريخ الإصدار: 07 جويلية 2010م، الموقع الإلكتروني:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>، تاريخ الإطلاع: 04 / 03 / 2019م، على الساعة: 14:00.

⁶ نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية، كلية الشريعة، قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن، 16-17 أوت 2017م، ص: 08.

الجهات أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال. يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، وبما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي".

ثانياً: خصائص السوق المالية الإسلامية

يمكن تحديد الخصائص المميزة للسوق المالية الإسلامية في:¹

- إنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حصر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعملية المضاربة.
- إنها سوق تعني بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ لما في الأول من متابعة لضوابط الإصدار ولما في الثاني من ضوابط التداول.
- إنها سوق تشكل أدوات الملكية السمة البارزة له.
- إنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوى ولا المعلومات المظلمة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق فيها.

وغير هذا فإنها تعتبر متنفساً إسلامياً لأصحاب الفائض من الأموال من أفراد ومؤسسات ولما تحقق لهم من معنى لتثمين أموالهم.

الفرع الثالث: أهمية السوق المالية الإسلامية

إن أهمية السوق المالية الإسلامية تتجلى فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد والتي تتمثل خاصة فيما يلي:²

أولاً: تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن والتكامل للدول الإسلامية.

ثانياً: تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية.

ثالثاً: تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع؛ حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية.

¹ صالح عبد الله كامل، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد 263، بيروت، لبنان، أكتوبر 2002 م، ص: 20.

² مقال بعنوان: مفهوم السوق المالية الإسلامية وأهمية إنشائها، جريدة المحاسبين "صوت المحاسب"، تاريخ الإصدار: 29 جويلية 2015م، الموقع الإلكتروني: <http://ahlamosben.com/html>، مفهوم-المالية-الإسلامية-وأهمية-إنشائها، تاريخ الإطلاع: 2019/04/02م، على الساعة: 15:36.

رابعاً: تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع.

خامساً: إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومدته بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، ومن ثم زيادة معدلات النمو والرفاهية.

سادساً: تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة.

سابعاً: جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب.

المطلب الثاني: الشروط اللازمة لإقامة سوق مالية إسلامية ومقوماتها وضوابطها الشرعية

سوف نتحدث في هذا المطلب عن الشروط اللازمة لإقامة سوق مالية إسلامية وكذا مقوماتها والضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: الشروط اللازمة لإقامة سوق مالية إسلامية

هناك مجموعة من الشروط التي تضبط العمل في السوق المالية الإسلامية ونذكر منها¹:

- أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر القوانين واللوائح التنظيمية التي تنظم وتدير نشاط الأسواق الثانوية وتراقبها وتفرض الأحكام التأديبية اللازمة مع الاستفادة من بعض القوانين واللوائح المنظمة لبعض الدول إذا تم التأكد من عدم تعارضها مع قواعد الشريعة الإسلامية.
- الالتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها وهو مبدأ إسلامي قديم معروف بالنسبة لأسواق السلع، وعلى ذلك لا يصح فرض أية قيود تمنع حق ممارسة أعمال السمسة أو البيع أو الشراء في السوق لأن هذا المبدأ يمنع قيام الاحتكارات والتكتلات وهو ما يؤدي إلى قيام المنافسة الحرة التي تعمل على إزالة الفجوة بين أسعار التبادل والقيم الحقيقية للأوراق المالية.
- منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا وأنها لا تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين والناس.
- وجود قواعد ولوائح تنظيمية كفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة والغش والغبن والغدر وحماية السوق من المضاربة السعرية غير الشرعية.
- شيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالي.
- منع التعامل الصوري والمضاربة على ارتفاع الأسعار وكذلك منع البيع الائتماني.

¹ نادية جودة، مرجع سابق، ص: 16.

إن التصور الإسلامي لأسواق رأس المال بهذه الشروط السابقة يحول دون استفادة أي طرف متعامل من المعلومات بشكل لا يتيسر لغيره، ويمنع الاحتكار والغش والخداع ويحصر التعاملات في المبادلات الحقيقية المنتجة وتتحاز إلى السلوك الرشيد ضد المضاربة، فهو يهدف لأن يجعل الأسواق المالية عامل استقرار وأداة تنمية ووسيلة لتجميع المدخرات وتمويل المشاريع لا أن يكون السبب وراء عدم استقرار النشاط الاقتصادي وإحداث الانهيارات والأزمات المالية. والواقع أن المؤسسات الإسلامية ليست مطالبة فحسب، شأنها شأن المؤسسات التقليدية، بأن تتوخى الحيطة فيما يتعلق بمعايير الاستثمار بل إنها يجب عليها أن تتأكد من عدم الإخلال في أي وقت من الأوقات بتعهداتها بالالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ولذا كان من الضروري القيام بمتابعة مستمرة لضمان الالتزام التام بالشريعة وتحمل مسؤولياتها في هذا الصدد ومن هنا تخضع المؤسسات المالية الإسلامية لمراجعة إضافية من جانب هيئة الرقابة الشرعية فضلا عن المراجعة العادية من جانب مراقبي الحسابات الخارجيين.¹

بالإضافة إلى:²

- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية، بنوك إسلامية، شركات استثمار إسلامية، صناديق استثمار إسلامية وشركة مسسرة إسلامية لدعم التعامل في أسواق أوراق المالية الإسلامية.
- توفير المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

الفرع الثاني: مقومات إقامة سوق مالية إسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرعا من فروع أو نوعا من أنواع الأسواق، ولذلك سنحاول النظر أولا في مقومات السوق من منظوره الإسلامي لنخلص إلى مقومات سوق الأوراق المالية الإسلامي:³

أولا: في مقومات السوق من منظوره الإسلامي

- ✓ المكان: ويتبدل في مفهومه اتساعا وضيقا، قريبا وبعدا، كما وكيفا.
- ✓ الزمان: وهو وقت اجتماع التداول.
- ✓ السلع والخدمات: وهو ما يتاجر بها وهي تقوم على شروط:
 - أن تكون مما لا أثم فيها.

¹ نادية جودة، مرجع سابق، ص: 17.

² حسن حسين شحاتة، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة سوق الأموال المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد: 216، بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 1999م، ص: 14.

³ محمد بوجلال، مريم زايد، مداخلة حول: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية - حالة سوق الأسهم السعودي-، في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، الجزائر، 05-06 صفر 1435هـ الموافق ل: 08-09 ديسمبر 2013م، ص: 12، 13.

- أن تكون لها حرية الانتقال (ماديًا ومعنويًا).
- أن تترك تحديد أسعارها بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
- ✓ وسائل الدفع: وهي الوسائل التي يتم بها تداول قيم السلع والخدمات بين البائعين والمشتريين.
- ✓ أدوات القياس: وهي تختلف باختلاف الزمان واختلاف الحاجة وهي الموازين والأوزان والمقاييس والمكاييل وغيرها.
- ✓ البائعون والمتابعون: وهم عماد السوق سواء كانوا تجارًا أو مستهلكين ولهم في الإسلام ضوابط شرعية يقومون عليها.
- ✓ القائمون على السوق: وهم الذين فوضهم ولي الأمر بالإشراف على السوق لتأمين سلامة العمل فيه، سواء سمي المحتسب كما ورد في الفقه الإسلامي، حيث يقوم نظام الحسبة في مجال السوق الإسلامي بالوظائف التالية:
- مراقبة المعاملات ومنع العقود المحرمة؛
- مراقبة الصنائع وأعمال الحرفيين وأصحاب المهن؛
- وضع مواصفات للسلعة ومقاييس لجودة الإنتاج.

ثانياً: مقومات سوق الأوراق المالية الإسلامي

ومن المقومات العامة للسوق من منظورها الإسلامي نقوم باستخراج الأسس التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية الإسلامي وشروطها:¹

- **المكان:** ليس من الضروري وجود مكان بل وكما قد عرفنا بأن السوق المالي هو " إطار " حيث نجد أن المكان ليس بالشيء الضروري الذي يقوم عليه السوق المالي الإسلامي فيمكن إجراء الصفقات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة أو التعامل وفق المجالات الإلكترونية (الشبكات) وهو ما جاء جوازه في القرار رقم: 52 (6/3) للدورة السادسة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن المؤتمر الإسلامي.
- **الزمان:** وكما أن عدم وجوب ثبات وحدة المكان فإنه كذلك بالنسبة لوحدة الزمان حيث أنه تتم الصفقة عندي أن في الجزائر على الساعة السابعة صباحاً مع سعودي في بلده على التاسعة صباحاً هذا من حيث التوقيت إما من حيث الوقت فإن ثبات الزمان واجب لإتمام الصفقة.
- **السلع والخدمات:** وهي الأدوات المالية محل التعامل في هذا السوق حيث تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية خالية من الآثام.
- **وسائل الدفع:** والمقصود به المال وما دام العمل هنا هو البيع فإن للبيع أحكام يجب مراعاتها ومنهيات يجب تجنبها.

¹ محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007-2008م، ص: 73، 72.

➤ **أدوات القياس:** وتختلف هنا أدوات القياس عن الموازين والمكاييل، فإننا لمعرفة القيمة الوزنية للأدوات المالية والمقصود بها " ما هو المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة ؟ " فإننا سنتوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقاً من قانون الطلب والعرض.

➤ **البائعون والمبتاعون:** ونضيف لهم هنا الوسطاء وهم حلقة الوصل بين البائعين والمتابعين ويجب على هؤلاء الالتزام بالقيم الإسلامية " الإيمانية والأخلاقية والسلوكية " في كل الأمور كون هذه القيم تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكارات، أو التدليس أو المقامرة وغيرها مما هو من المعاملات المحرمة التي تقتضي ضوابط السوق المالي الإسلامي الابتعاد عنها.

➤ **القائمون على السوق:** في السوق ولكي يكون هناك رقابة من الناحية التنظيمية والشرعية لا بد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة فتعطي بذلك أسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية ولها مهام رقابية من الناحية التنظيمية والشرعية، فتراقب الأدوات المالية المستعملة في السوق من حيث الضوابط الشرعية ومن حيث تسعيرها والصفقات القائمة في السوق، وتراقب التنظيم المبني عليه السوق من سماسرة وبائعين ومبتاعين حيث تضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب) حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله وبناء على ذلك فلا بد من وجود ضمانات فقد جاء في قرارات المجمع الفقهي الإسلامي بأنه لضمان قيام سوق للأوراق المالية بمبادئ راسخة، لا بد من أن تكسب ثقة المتعاملين فيها وذلك وفق الضمانات التالية:

- **ضمانات الإصدار:** وذلك بتنظيم ومراقبة الإصدارات الجديدة عن طريق نشر بيانات نشرة الإصدار ك شروط الاكتتاب وعقد التأسيس والنظام الأساسي...
- **ضمانات التداول:** وهي الضمانات التي يجب وضعها في السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم الاكتتاب فيها سابقاً وأهم هذه الضمانات:
 - اختيار نظام تداول يحقق الحماية للمتعاملين.
 - ضبط حركة المعاملات بوضع نظام سقف للأسعار للحد من المعاملات المصطنعة.
 - وضع ضمانات حول الورقة المالية.
 - وضع ضمانات تتعلق بنظام إشهار المعلومات وذلك بنشر بيانات وإفية.¹

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 74.

الفرع الثالث: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

إن الإسلام وضع للأسواق المالية من الموازين ما يحقق لها الاستقرار والنماء من خلال ضوابط شرعية تتمثل فيما يلي:¹

- **حرية المنافسة:** وتظهر الحرية في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها والتنافس المشروع بين المتعاملين في السوق، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق حيث أن التعامل في شريعة الإسلام مبناه الحرية، وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدين، وفي هذا مع للضرر الذي يعيق حرية التعامل في الأسواق بالإضافة إلى الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات.
- **الإفصاح:** نظرا لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضرورات العصر، ومن وسائل الإفصاح نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق، ومشاكل التسويق، وكذا بيان هيكل الإدارة وصلاحياتها وأساليب اتخاذ القرار وملائمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي. إضافة إلى تحديد المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، وقد حرص الإسلام حرصا بالغا على الإفصاح.
- **تحريم القمار (الميسر):** النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامر من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يوصل منها كل من طرفي المعايضة وهي الثمن والسلعة سعيا وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح انتكسوا، ومن ثم فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، واعتمادا على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات، فمن أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حائل الشيطان ومكائده للصد عن ذكر الله تعالى وإقامة الصلاة.
- **تحريم الربا:** الربا واضح في سوق القطع (العملات والمعادن النفيسة)، حين يعمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد تقلبات سعر الصرف، فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها آجلا، ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق أو بالاقتراض من المصارف وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية وهو ما يسمى بالشراء بالهامش، وقد حرم الله ربا نظيرا للأضرار التي تلحق بالمتعامل بها.

¹ نعيمة برودي، مداخلة حول: التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 08 - 09 ديسمبر 2013م، ص: 11.

- **تحريم النجش:** يظهر في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجمهور المتعاملين في السوق، والذين لا يتحركون إلا بغريزة الخوف لا يدافع العقل. والإسلام يرفض هذا الخداع.
- **تحريم الاحتكار:** فالاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر من خلال العمليات التي يقوم بها المضاربون وذلك عن طريق جمع وحبس الصكوك من واحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملًا آجلًا للوفاء بالتزاماتهم عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد حارب الإسلام الاحتكار وجعله محرماً.¹
- **تحريم الغرر:** فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على الجهالة والخداع والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن، وقد حرمه الإسلام، فقد نهى النبي (صلى الله عليه وسلم) عن بيع الحصة وبيع الغرر، ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم في البورصة دون إحضار للأوراق المالية موضوع التداول، ويتم التعامل بغرض فروع الأسعار، فلا البائع يسلم ما باعه ولا المشتري يستلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ولا يدفع في مجلس العقد.²

المطلب الثالث: وظائف وأنواع السوق المالية الإسلامية ومؤشرات كفاءتها وأدائها

تقوم السوق المالية الإسلامية بمجموعة من الوظائف، وهي أنواع، كما أن هناك مؤشرات تحدد كفاءة السوق المالية الإسلامية، وتستخدم العديد من المؤشرات لقياس أدائها:

الفرع الأول: وظائف السوق المالية الإسلامية

تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية بالوظائف التالية:³

- أولاً:** تيسير تداول الأوراق المالية والصكوك، لمن يريد استثماراً حقيقياً أو مالياً، أو يريد سيولة سريعة؛
- ثانياً:** تنمية الوعي الادخاري للناس، وتوفير الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار؛
- ثالثاً:** تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد؛
- رابعاً:** توفير المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار، ومن خلال قنوات تسهل عملية تدفقها عند الطلب؛
- خامساً:** توفير الرقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة؛
- سادساً:** تساعد على توزيع الموارد المالية، بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة؛

¹ زكريا سلامة شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية، 2009م، ص: 230-232.

² زكريا سلامة الشنتاوي، مرجع سابق، ص: 233.

³ يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات المصرية، جمهورية مصر العربية، 1996م، ص:

سابعاً: تجميع المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية، مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة؛

ثامناً: تساعد صكوك التمويل الإسلامية الدولة على القيام بمشاريعها التنموية، وكذلك بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص.

الفرع الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية

يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى عدّة أنواع كما يلي: ¹

- أولاً: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها؛
- ثانياً: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.

أولاً: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث أنواع الأدوات المتداولة فيها وفترات استثمارها إلى نوعين اثنين كما يلي:

- سوق النقد الإسلامي.

- سوق رأس المال الإسلامي.

➤ سوق النقد الإسلامي: تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكونات وأقسام السوق المالية الإسلامية

ويتضح ذلك كما يلي:

✓ مفهوم وأهمية سوق النقد الإسلامي: تسمى أيضاً سوق السيولة، سوق المعاملات قصيرة الأجل.

ووفق المفهوم التقليدي فقد عرفت سوق النقد بأنها: " سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز

فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل".²

وعليه، فإنّ سوق النقد تتخصّص في الأدوات قصيرة الأجل، التي تتمتع بقدر عالٍ من السيولة، بحيث يمكن تسيلها في أيّ وقت بمجرد عرضها للبيع، بأقل قدرٍ من الخسائر أو بدون خسائر أصلاً، ولأجل ذلك فإنّ الاستثمار في هذه الأدوات قد يكون أكثر أماناً من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال خاصّة، وسمّيت سوق النقد كذلك، بسبب سرعة وسهولة تحوّل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة.³

وليس لسوق النقد مكان خاص ومحدّد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، إذ أنّه يتم من خلال السماسرة المتخصّصين أو المصارف التجارية، إمّا بالالتقاء مباشرة وإمّا بواسطة وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، التلكس، الفاكس ... إلخ.

وفي ظل هذه المزايا والفوائد العديدة التي تتمتع بها الأسواق النقدية، فإنّ النظام المصرفي والمالي الإسلامي في البلاد الإسلامية يُعد بأمس الحاجة لمثل هذه السوق، كما أنّها وبما يمكن أن تؤدّيه من وظائف

¹ شافية كتاب، مرجع سابق، ص: 11.

² محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002م، ص: 65.

³ عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2000م، ص: 35.

مهمة تعتبر من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية، غير أنه وفي إطار سوق النقد التقليدي فإن أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق هي: أدوات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، قبولات مصرفية، وهي أدوات تستند في مجملها على الفائدة المحرمة شرعاً، وهي بذلك تشكل عائقاً أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، التي تتحاشى وتتقذى التعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو عطاءً.¹

✓ **أدوات سوق النقد الإسلامي:** حتى يكون للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي تتيحها الأسواق النقدية، لابد من العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل لا تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، وفي نفس الوقت تؤدي وظائف مماثلة لتلك التي تؤديها الأدوات التقليدية، وفي هذا الإطار ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية التي حلت محل السندات الربوية، وهي عبارة عن أدوات ملكية قصيرة الأجل تم تطويرها لتلبي احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات،² فنجد:³

○ **صكوكا مدعومة بالأصول: (Asset-Backed Sukuk):** تكون الصكوك مسجلة قانوناً باسم حملة الصكوك، تكون لحملة الصكوك بجانب الملكية الشرعية ملكية قانونية كاملة (Title-legal ownership)، ويمكن لهم التصرف في الأصول والتنفيذ المباشر عليها باعتبارهم مالكيها لها قانوناً، وفي هذا النوع من الصكوك يكون الاهتمام بكفاءة الأصول؛

○ **صكوك قائمة على الأصول: (Asset-Based Sukuk):** لا يتم تسجيل ملكية أصول الصكوك قانوناً باسم حملة الصكوك وتبقى مسجلة باسم الجهة المنشئة، لحملة الصكوك ملكية شرعية على الأصول ولا تكون لهم ملكية قانونية كاملة (Beneficial ownership)، ولا يمكن التصرف بالأصول إلا ببيعها للجهة المنشئة، وفي هذا النوع من الصكوك يكون الاهتمام بالكفاءة الائتمانية للجهة المنشئة.

○ **صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية:** من خلال هذه الصناديق يتم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة، وتحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمى حصصاً والتي لها حق على كل أصول الصندوق، ويمكن تداولها في البورصة كما يمكن أيضاً استرداد قيمتها وتسييلها، وهي بذلك توفر السيولة لأصحابها وتقلل من المخاطر لأنها تقوم على تنويع أوراق المحفظة.⁴

¹ شافية كتاب، مرجع سابق، ص ص: 12، 13.

² هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: " الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 08-09 ماي 2005م، ص: 22.

³ أسيد الكيلاني، مداخلة حول: الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، الجزائر، 05-06 صفر 1435هـ الموافق ل: 08-09 ديسمبر 2013م، ص: 07.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، جمهورية مصر العربية، 2003م، ص:

○ **عمليات التصكيك للأصول (التوريق):** التي يتم من خلالها تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به والتي تمتلكها المؤسسة، إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فمن خلال عملية التصكيك يمكن للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة من المزايا التي يتيحها ويوفرها سوق النقد خاصة فيما يتعلق بمشكل توفر السيولة.¹

ولقد أثبتت التجربة العملية لهذه الصكوك أنها حققت نجاحاً كبيراً في العديد من الدول الإسلامية، كإيران، ماليزيا، باكستان، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، الكويت...

➤ **سوق رأس المال الإسلامي:** يعتبر التكوين الرأسمالي أحد العوامل الأساسية التي تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، ولذلك يُعد توافر عنصر رأس المال من الأمور المهمة لتطور الدول الإسلامية ذات الحاجة إلى مشروعات استثمارية ضخمة، ورغم أن توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل للآزمين لقيام مثل هذه الاستثمارات يُعد من المهام والوظائف الأساسية لأسواق رأس المال، إلا أنه لا يمكن للدول الإسلامية الاستفادة من مزاياها وذلك نظراً لطبيعة عمل أسواق رأس المال التقليدية التي تعتمد على الفوائد المسبقة.²

✓ **مفهوم سوق رأس المال التقليدي:** وفق المفهوم التقليدي، تُعرف سوق رأس المال بمفهومها الواسع على أنها: " سوق الصفقات طويلة الأجل التي تنتفد إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، ففيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، مثل: الأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل".³

✓ **مفهوم وأهمية سوق رأس المال الإسلامي:** يُعد سوق رأس المال ضرورة عصرية ومطلباً حيوياً لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سمّي كذلك إلا كونه: " السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة " ⁴، لكنّه وبجالتة الرهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، يشوبه الكثير من المخالفات الشرعية وتتم فيه العديد من التعاملات والصفقات المحظورة، ولذلك كان لزاماً ظهور ما يعرف بسوق رأس المال الإسلامي، وهو مصطلح ينصرف بوجه عام للدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع

¹ شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 14.

² حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: التنمية من منظور إسلامي، عمان، الأردن، 27-30 ذو الحجة 1411هـ الموافق ل: 09-12 جويلية 1991م، ص: 73.

³ أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 1427هـ-2006م، ص: 16.

⁴ شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 16.

مدخرات المسلمين الخاصة والرسمية، ومن ثم استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية.¹

ثانياً: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:²

- السوق الأولية.

- السوق الثانوية.

➤ **السوق الأولية:** تعتبر السوق الأولية جزءاً مهماً ومكوّناً أساسياً وضرورياً لإنشاء وبناء السوق المالية الإسلامية.

✓ **مفهوم السوق الأولية:** تُعرف أيضاً بسوق الإصدارات الجديدة، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية المختلفة، ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، سواء تمثّلت هذه الإصدارات في أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصاً أي مقصوراً على المؤسّسين، أو عاماً وذلك بطرح بعض أو كل الإصدار على الجمهور للاكتتاب فيه، أو تمثّلت في أسهم عادية وذكوك تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رأس مالها لتمويل التوسعات الجديدة أو لتحديث الأصول الرأسمالية القائمة لديها.

فالسوق الأولى ما هو إلا وسيلة وأداة لتجميع المدخرات من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة، وتوجيهها، إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، فتنشأ نتيجة لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) وبين مقدمي الأموال (المدخرين).

✓ **دور المصارف الإسلامية في تصريف الإصدارات الإسلامية:** يمكن للمصارف الإسلامية ولغرض تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، أن تقوم بالوظائف التالية:

• **تقديم النصح والمشورة:** تقدّم المصارف الإسلامية النصح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية وذلك بخصوص:

○ **نوعية الورقة المالية المعروضة:** يمكنها أن تساعد الشركات المصدرة في اختيار نوع الورقة المالية التي يفضل إصدارها، بعد دراسة مستفيضة للهيكل المالي للجهة المصدرة وظروف سوق الأوراق المالية؛

○ **توقيت عرض الأوراق المالية:** المساعدة في اختيار التوقيت الملائم والمناسب للإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الحالية والمستقبلية المتوقعة لسوق الأوراق المالية.³

¹ حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 72.

² شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 17، 18.

³ السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، جمهورية مصر العربية، 1999م، ص: 219.

- الجوانب القانونية والشرعية للإصدار: المساعدة في التأكد من السلامة القانونية والشرعية للورقة المالية المزمع إصدارها؛
- سعر الورقة المالية المصدرة: يوظف المصرف جميع مهاراته وخبراته التي يمتلكها، ليتمكن من الاتفاق مع الشركة المصدرة على تحديد السعر الأفضل والأنسب للطرفين.¹
- **المساعدة في تسجيل الوثائق:** تقوم المصارف الإسلامية بمساعدة الشركات المصدرة في تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة، حيث أنه لا يتم تسويق الإصدار الجديد إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية، التي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب (الغرض من الإصدار، السعر المعروض للجمهور، الميزانية وقائمة الدخل لـ 3 سنوات سابقة ...)، كافية للحكم على مدة جودة الإصدار، ويتولى المصرف إرسال صورة من تلك البيانات بعد اعتمادها من هيئة البورصة إلى المستثمرين المحتملين.²
- **الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية:** يمكن للمصارف الإسلامية في هذا الإطار أن تقوم بـ:
 - عملية التسويق وترويج الاكتتاب: تبدأ عملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية المصدرة، بإعداد حملة واسعة للدعاية والترويج لها بين الجمهور، ويتولى المصرف الإسلامي هذه الحملة بالإعلان عن هذا الاكتتاب وشروطه ومزاياه، ومن خلال عدة طرق: كاللوحات الإعلانية، طبع نشرات وكتيبات، الإذاعة والتلفزة، الصحف والمجلات، ... إلخ.³
 - إصدار شهادات الاكتتاب: يقوم المصرف بتلقي أموال المكتتبين وإصدار شهادات لهم، تحمل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمكتتب والجهة المصدرة.⁴
 - التعهد بتغطية الإصدار: يقوم المصرف الإسلامي بعملية الاكتتاب في الأوراق المالية بصفته وكيلًا عن الجهة المصدرة.
- **بيع وتوزيع الأوراق المالية الإسلامية:** وهي العملية النهائية التي يتم فيها بيع الأوراق المالية الإسلامية الجديدة، وتنتقل بموجبها ملكية هذه الأوراق إلى جمهور المكتتبين.
- **السوق الثانوية:** تحتل السوق الثانوية مكانةً هامةً وتؤدي وظائف ومهام عديدة من شأنها أن تساهم إلى حد كبير في استمرار وتنشيط السوق المالية الإسلامية، ويتضح ذلك كما يلي:
- ✓ **مفهوم السوق الثانوية:** وتسمى أيضًا بسوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، الصكوك الإسلامية...) التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها.⁵

¹ عبد النافع الزرري، غازي فرح، مرجع سابق، ص: 108.

² منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، جمهورية مصر العربية، 1999م، ص: 486.

³ عاشور عبد الجواد عبد المطلب، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، 2003م، ص: 22.

⁴ سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، 2001م، ص:

135.

⁵ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، جمهورية مصر العربية، 2008م، ص: 13.

ويشمل تداول هذه الأوراق " البيع والشراء " بين حامليها ومستثمرين آخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق استثمار، فالتعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر، وسمي هذا السوق سوقاً ثانوياً لأنه يتعلّق بمعاملات على أوراق مالية لا تتم لأول مرة، لذلك يسمّيه البعض " صفقات اليد الثانية " وأيضاً " سوق الإصدارات القديمة ".

✓ **أهمية ووظائف السوق الثانوية:** السوق الثانوية هي سوق لإعادة بيع الأوراق المالية، وهذا إما لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة، بحيث يحصل المشتري للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وليست لزيادة أموال الشركات فالشركات المصدرة لهذه الأوراق لا تحصل على أي أموال إضافية جزاء عمليات التداول كما هو الحال في السوق الأولية¹. ولذلك تعتبر السوق الأولية سوق الاستثمار الحقيقي والسوق الثانوية سوق الاستثمار المالي، وتعمل في السوق الثانوية المنشآت المالية الإسلامية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة، مثل: شركات السمسرة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية².

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق الثانوية لا تعتبر سوق تبادل وانتقال الملكية فحسب، بل تقوم أيضاً بدور هام وغير مباشر في خدمة الاقتصاد الوطني في البلاد الإسلامية، ذلك أنّ من أهم مهام ووظائف السوق الثانوية هو توفير السيولة للإصدارات الأولية من الأوراق المالية، من خلال تسهيل تداول هذه الأوراق وتحويلها إلى نقد بسرعة ويسر متى ما رغب حاملها بذلك، ومن ثم فنجاح السوق الثانوية وزيادة نشاطها، يعطي للأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين مما ينعكس إيجاباً على السوق الأولية، لأنّ ذلك سيؤدّي إلى زيادة إقبال المستثمرين على الإصدارات والاكتتابات الجديدة التي تتم بها، سواء كانت خاصة بشركات جديدة تؤسس لأول مرة، أو لزيادة رؤوس أموال شركات قائمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية³، وهو أمر بلا شك سيعظم فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة إسلامية وتوسيع مشاريع إنتاجية وهو ما تسعى السوق المالية الإسلامية بشقيها الأولي والثانوي إلى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني.

الفرع الثالث: مؤشرات كفاءة وأداء السوق المالية الإسلامية

يندرج تحت هذا الفرع مؤشرات كفاءة السوق المالية الإسلامية ومؤشرات أدائها:

أولاً: مؤشرات كفاءة السوق المالية الإسلامية

عُرف السوق الكفاء بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات التي تنبئها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار

¹ محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000م، ص: 81.

² أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر " التجارة العربية البنينة والتكامل الاقتصادي العربي "، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 20-22 سبتمبر 2004م، ص: 04.

³ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1999م، ص: 88، 89.

الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين.¹

إن كفاءة السوق المالية تحددها توافر المعلومات وتوصيلها بسرعة وبأقل التكاليف إلى كافة المتعاملين في السوق في وقت واحد حتى لا يتميز مستثمر عن آخر بمعرفة المعلومات والاستفادة منها بشكل غير عادل، فمن يعلم أولاً يربح أولاً ومن يعلم أخيراً يخسر أولاً.²

والمفهوم الإسلامي لكفاءة السوق المالية لا يتفق تماما مع المفهوم الغربي الذي يعطي حافز توقع الربحية العاجلة دورا حاسما في عملية تحريك الأموال³؛ ذلك لأن المفهوم الإسلامي للكفاءة يأخذ بعين الاعتبار عدة مستويات أو مؤشرات يجب اعتمادها عند قياس الكفاءة، ومن خلال هذه المؤشرات يمكن قياس مستوى كفاءة السوق المالية الإسلامية ومدى نجاحها وفعاليتها، حيث أن كفاءة الأسواق المالية الإسلامية ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، وهذه المستويات أو المؤشرات هي:⁴

✓ **المصادقية الشرعية:** وفي هذا الإطار يمكن تطوير مقياس رقمي يعبر عن حجم المخالفات الشرعية

الموثقة في قطاعات السوق قياسا إلى حجمها الكلي في فترة زمنية محددة؛

✓ **الكفاءة التجارية:** تقاس فيها ربحية قطاعات السوق المالية الإسلامية؛

✓ **الكفاءة الاقتصادية:** تعد مقياسا لأثر ما تم في السوق على الإنتاج والدخل القومي والتضخم أخذا

بالاعتبار قيم ومقاصد الاقتصاد الإسلامي والتي منها العدالة في توزيع الثروة؛

✓ **الكفاءة المهنية:** هي مقياس لمدى استجابة أطراف السوق لشروط إنشاء السوق التي تم استعراضها.

ولنتمكن السوق المالية الإسلامية من تحقيق أهدافها الاقتصادية بكفاءة ينبغي أن تتمتع هي نفسها بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأدوات، ففي السوق الكفاء تعتبر الأسعار مؤشرا أو مقياسا دقيقا للقيمة، حيث تتغير هذه الأسعار بسرعة نتيجة لأية معلومات جديدة، وعليه يمكن الاطمئنان إلى أن الأسعار سوف تؤدي إلى تحقيق التوزيع الكفاء للموارد الاقتصادية وضمان عدم استغلال طرف لطرف آخر.⁵

وفي النظرية المالية التقليدية، يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة بتحقيق سمتين أساسيتين تعدان بمثابة مطلبين أساسيين لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما " كفاءة التسعير وكفاءة

¹ نادية جودة، مرجع سابق، ص: 18.

² المرجع نفسه، ص: 18.

³ سيف الدين إبراهيم تاج الدين، نموذج إسلامي لسوق الأسهم، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، العدد 1، المجلد 3، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 1985هـ-1405م، ص ص: 28، 29.

⁴ رائد أبو مؤنس وخديجة شوشان، مرجع سابق، ص: 11.

⁵ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 1999م، ص: 38.

التشغيل"، إلا أن كفاءة السوق المالية الإسلامية، نظرا لخصوصيتها الشرعية، يتوجب عليها تحقيق نوع ثالث من الكفاءة يمكن أن يُطلق عليها اسم " الكفاءة الشرعية " وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية:¹

○ **كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية "**: يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

○ **كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخلية "**: يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصون (صناع السوق) * فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يتباع به الورقة المالية.

○ **الكفاءة الشرعية**: ويقصد بها قدرة السوق على الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية مثلا بعدد المخالفات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه مرتكبيها أو المتسببين في حدوثها، بالإضافة إلى دراسة منحى تزايد أو انخفاض هذه المخالفات.

وعليه إن وجود أسواق مالية إسلامية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، إذ أنها ستخفض تكاليف التمويل بالملكية والدين، وتوفر السيولة للاستثمارات الجديدة وتخفض من درجة الخطر المالي، وتوفر أدوات مالية شرعية تساعد على تكوين الادخار وتساهم في رفع كفاءة الإدارات باتجاه زيادة الأرباح وتسريع معدلات النمو الاقتصادي.²

¹ رائد أبو مؤنس وخديجة شوشان، مرجع سابق، ص: 12.

* **صانع السوق**: هو فرد أو مؤسسة تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها الخاص متحملة المخاطر المالية لمثل تلك الصفقات، وتتعامل مع سمسرة الأوراق المالية وصناع السوق الآخرين، بينما يحظر عليها التعامل مع الجمهور مباشرة.

² نادية جودة، مرجع سابق، ص: 21.

ثانياً: مؤشرات أداء السوق المالية الإسلامية

تختلف المؤشرات المعتمد عليها في قياس أداء الأسواق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في هذا الاختلاف إلى تنوع الأوراق المالية في السوق الواحد من جهة، وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، وكذلك تتباين المؤشرات تبعاً لأساليب بنائها.

ويمكن تصنيف بعض المؤشرات المستخدمة في قياس أداء الأسواق المالية إلى ما يلي:¹

- حجم سوق الأوراق المالية :

ونجد فيه:

✓ الرسملة السوقية : وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي للدولة.

$$\text{أي: الرسملة السوقية} = \frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{إجمالي الناتج المحلي للدولة}}$$

✓ عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

- السيولة : وتحدد عن طريق:

✓ نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي.

✓ الدوران: وهو نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.

$$\text{أي: الدوران} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}{\text{رسملة السوق}}$$

- تقلبات العوائد: ويمكن قياسها باستخدام معامل الاختلاف (Coefficient of variation) الذي يقيس

درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة معينة، أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري (Standard Déviation)

- درجة التركيز: وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكثر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

¹ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد: 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004م، ص: 7.

الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات

$$\frac{\text{الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات}}{\text{إجمالي القيمة السوقية}} = \text{درجة التركيز أي:}$$

المبحث الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية

أصبحت الأدوات المالية الإسلامية واقعا اقتصاديا لا بد منه، حيث فرضت نفسها في السوق المالية العالمية، من خلال توسع رقعة الحلول والمنتجات التي تمثلها لمواكبة احتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين، سواء حكومات، شركات أو المؤسسات المالية، وسنتطرق في هذا المبحث إلى تعريف الأدوات المالية الإسلامية وخصائصها:

المطلب الأول: تعريف الأدوات المالية الإسلامية

سنتناول في هذا المطلب تعريف الأدوات المالية الإسلامية:¹

أولاً: الأدوات المالية الإسلامية هي "أوراق أو سندات مشروعة أو صكوك مصممة على أسس إسلامية تصدر من قبل الشركات والمؤسسات المالية والاقتصادية أو من قبل الحكومة لتوفير التمويل اللازم، والقابلة للتداول في الأسواق المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية".

ثانياً: أغلب الأدوات المالية الإسلامية هي "عبارة عن صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا وتمثل حصة شائعة في رأس مال مشروع معيناً ومشاريع متعددة تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة وتتميز بأجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول، ويذكر أن هناك أدوات مالية إسلامية تحكمها عقود أخرى مثل السلم، التأجير، المرابحة... الخ".

لذلك وجب على الأدوات المالية الإسلامية أن تتمتع بالمزايا التالية:²

- صادرة عن جهات أو شركات مشروعة؛
- صادرة بقيمة اسمية فقط؛
- غير متبوعة بدفع فوائد؛
- مضمونة وجوبا بأصل.

بحسب هذه الخصوصية الأخيرة، يرافق إصدار الأدوات المالية الإسلامية شراء أصل سيولد تدفقات مالية تستخدم لدفع عائدات قسائم حاملي الأدوات المالية الإسلامية. بيع الأصل من البنود الواجبة في العقد، يتيح وجوبا إعادة سداد المبلغ الأساس وقيمة مضافة في نهاية المطاف، ولا يتم اعتبار حاملي هذه الأدوات دائنين لهم حقا في إيراد وإنما مالكي حصة من الأصل الضامن، لذا يتحملون جزءا من المخاطر.

¹ فريد مشري، دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016/2017م، ص: 63.

² فريد مشري، مرجع سابق، ص: 63.

المطلب الثاني: خصائص الأدوات المالية الإسلامية

تتمتع الأدوات المالية الإسلامية بجملة من الخصائص والسمات نذكر منها:¹

أولاً: تمثل الأدوات المالية الإسلامية علاقة بين طرفين أحدهما المكتتب والأخر المصدر، بموجبه يعطي المكتتب مبلغاً من المال إلى البنك، فتنتقل ملكية المال إلى المصدر، ويدخل في الذمة المالية له.

ثانياً: يترتب على حيازة أداة مالية إسلامية مقابل مبلغاً من المال، أن للمصدر حق التصرف فيه، بأوجه التصرف القانوني وفي الأغراض التي يمارس فيها أنشطته.

ثالثاً: إن الأدوات المالية الإسلامية تخول لحاملها حق ملكية حصة شائعة من موجودات المشروع الممول من حصيلة إصدارها.

رابعاً: الأدوات المالية الإسلامية هي أدوات تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ أحكامها.

خامساً: هي أدوات مالية تمول مشروعات استثمارية مجازة شرعاً وتقع في دائرة الحلال ويحرم عليها غير ذلك.

سادساً: يكون العائد حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار.

سابعاً: غالباً ما تكون الأدوات المالية الإسلامية قابلة للتداول، على أن هذا التداول محكوم بضوابط شرعية حسب الموجودات التي تمثلها عند التداول.

¹ زاهرة على محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م، ص: 132

المبحث الرابع: أوجه التحدي في السوق المالية الإسلامية

تقوم منهجية بناء نموذج السوق المالي الإسلامي على إستراتيجية متعددة المحاور، فهي تستفيد من تجربة عمل الأسواق المالية العالمية في كل جوانبها باعتبارها رصيذا حضاريا إنسانيا مشتركا، وذلك من خلال تحديد العناصر التي لا يقوم السوق المالي إلا بها، ومن ثم السعي لبناء صيغ إسلامية بديلة لها كلما كانت هذه العناصر تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك يستدعي تطوير الأوراق المحرمة شرعا واقتراح البدائل لها واستحداث عناصر أخرى تقع كلها في دائرة الحلال.

المطلب الأول: المنهج الإسلامي لتطوير الأوراق المحرمة شرعا واقتراح البدائل

إن الأدوات المالية التي يتم العمل بها في الأسواق المالية حاليا تتمثل في نوعين أساسيين هما: الأسهم والسندات، بالإضافة إلى اشتقاق أدوات مالية قابلة للتداول، من عقود مستقبلية مختلفة، حيث يمثل توفر وتنوع فعالية البدائل ومستحدثاتها في مجال الأدوات المالية الإسلامية أكبر التحديات التي تواجه السوق المالي الإسلامي.¹

أولا: الأسهم

هي صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها.²

وتنقسم الأسهم إلى قسمين: عادية وممتازة.

➤ الأسهم العادية: ذهب الفقهاء المعاصرون إلى جوازها بشرط:³

- أن يكون هذا الإصدار (السهم) يمثل نشاط شركة لا تعمل في مجال المحرمات أو التي يختلط فيها الحلال بالحرام.
 - أن لا يقع في تداول الأسهم، بيع غير مشروع مثل: بيع ما ليس عندك، بيع الغرر، بيع السهم بدون حيازته فعلا... إلخ.
 - لا يحمل موضوع التعامل بهذا النوع من الأسهم أي ضمانات، فيما يخص قيمته السوقية عند حد معين أو التعويض في حالة خسارة الشركة، فكل ذلك يدخل في مجال الريا المحرم.
- الأسهم الممتازة: ولا يجيز الفقهاء الأسهم الممتازة التي تتمتع بضمان لقيمتها عند الاسترداد أو ضمان لأرباحها، ففي ذلك إخلال بقاعدة المساواة بين الشركاء في الربح وتحمل الخسارة والتي أوجبها الفقهاء بالإجماع، فالامتياز ينصب فقط على المسائل الإدارية والإجرائية.

¹ جمال لعمارة، حدة رايس، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر بالدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006م، ص: 09.

² وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2002م، ص: 362.

³ مصطفى حسين سلمان وآخرون، المعاملات المالية في الإسلام، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1410هـ - 1990م، ص: 86.

بالإضافة إل ذلك، فإن الأسهم بنوعها العادي والممتاز، قد تكون اسمية أو لحاملها، فذهب بعض الفقهاء إلى ضرورة إبعاد هذه الأخيرة من التداول في السوق المالي حفاظا على الحقوق، وتجنب النزاعات عند عدم كتابة اسم صاحب السهم، وهو ما تعمل به بعض البورصات العربية الإسلامية مثل: مصر، سوريا، الكويت.¹ فيما لم يعارض البعض الآخر من الفقهاء على تداول الأسهم لحاملها في السوق المالي الإسلامي ما دامت تمثل حصة شائعة من موجودات الشركة.²

ويمكن القول في هذا المجال بأن النظام المالي والاقتصادي الإسلامي يوفر كل الوسائل والإمكانيات لحماية الأطراف المتعاملة في هذا السوق، بما يطررها ويجعلها مثالا للنشاط المالي القويم.

ثانيا: السندات

وبناء على خصائص السند، وتكييفه الفقهي على أنه قرض بفائدة على الشركة المصدرة، وحيث أن ذلك يدخل ضمن الريا الحرام، فهي محرمة شرعا من حيث الإصدار والتداول أو الشراء، مهما اختلفت في أشكالها وتسمياتها، والجهة المصدرة لها.

ومن الممكن تطوير السندات لتتفق مع الضوابط الشرعية بسبل شتى منها:³

○ إلغاء الفائدة الثابتة وتحويلها إلى صكوك استثمارية مشاركة في الربح والخسارة وتخضع إلى قاعدة الغنم بالغرم.

○ إلغاء شرط ضمان رد قيمة السند وفائدته حتى يصبح مثل السهم العادي سواء بسواء.

○ تحويل السندات إلى أسهم عادية.

ومن البدائل للسندات المحرمة - إصدارا أو شراء أو تداولاً - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا تكون لمالكيها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا.⁴

ولقد اجتهد الفقهاء والمختصون في مجال الأسواق المالية الإسلامية في اقتراح البدائل الإسلامية لأوراق المالية المحرمة تداولها في السوق المالي الإسلامي، واستحدثوا أوراقا جديدة، بالرغم من محدودية الأسواق الإسلامية المنظمة لتداولها.

¹ علي محي الدين القرة داغي، " الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي، العدد: 133، الإمارات العربية المتحدة، ذو الحجة 1412هـ الموافق ل: جوان 1992م، ص: 29.

² مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي، العدد: 137، دولة الإمارات العربية المتحدة، ربيع الثاني، 1413هـ الموافق ل: أكتوبر 1992م، ص: 06.

³ حسين حسن شحاتة وعطية فياض، مرجع سابق، ص: 69.

⁴ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي للدورات من 01-10، الطبعة الثانية، درا القلم، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 1418هـ / 1998م، ص: 127.

ثالثاً: أوراق مالية إسلامية وبديلة مستحدثة في ضوء المنهج الإسلامي

حتى تكون السوق المالية الإسلامية في خدمة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وبشكل أكثر نجاعة وفاعلية فإنه يجب الاعتماد أساساً على أدوات مالية، تجسد صيغاً تمويلية متوسطة وطويلة الأجل. ويقترح فقهاء المنهج الإسلامي الأوراق المالية الإسلامية البديلة والمستحدثة التالية: سندات أو صكوك المقارضة، شهادات الاستثمار الإسلامية، شهادات التوفير الاستثمار الإسلامية، صكوك المضاربة المطلقة والمقيدة المختلفة، صكوك صناديق التمويل المتخصصة، صكوك صناديق الاستثمار المتخصصة، صكوك تمويل عمليات المشاركة، صكوك تمويل بيوع المرابحة، صكوك تمويل بيع السلم، صكوك تمويل عقود الاستصناع.

المطلب الثاني: منهجية وإجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية

إن تحدي المنافسة القوية للأسواق المالية المعاصرة يفرض على الأسواق المالية الإسلامية استحداث أوراق مالية بعيدة عن دائرة الربا المحرم شرعاً، وتنظيم تداولها وطرق التعامل بها فيها، ويتعلق الأمر بعمليات السمسرة، وأوامر البورصة، وتسعير الأوراق المتداولة وتنفيذ وتسوية الصفقات، وسداد قيمتها...إلخ. وبالإضافة إلى ذلك، فقد قام رجال الفقه المعاصرون بدراسة الأوراق المالية السائدة في الأسواق على أساس القواعد الشرعية، فاستبعدوا منها كل ما هو مرتبط بنظام الفائدة (بشكل مباشر وغير مباشر)، وأجازوا منها ما كان قائماً على مبدأ المشاركة في الربح أو الخسارة، وبشرط أن يكون النشاط الممول عن طريق الأوراق المالية حلالاً: ¹

أولاً: في مجال الوساطة في السوق المالي الإسلامي (دور سمسرة الأوراق المالية)

السمسار هو " وسيط حر " ²، لا يقدم أي ضمان بالوفاء ويقتصر دوره في توضيح وتقديم المعلومات الكافية حول موضوع الصفقة (المبلغ، الأجل، وعمليات التنفيذ)، على أن يتقاضى عمولة مقابل عمله، تحدد من قيمة الصفقة، والسمسار هنا قام بدور الوكيل * في عملية إبرام الصفقة (عملية البيع والشراء)، فلا يظهر اسمه في هذه الأخيرة، بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين.

ثانياً: في مجال أوامر البورصة في السوق المالي الإسلامي

إن عملية الوساطة (السمسرة) السابقة تقوم أساساً على تنفيذ محتوى الصفقة بأمر من العميل، (سواء ما تعلق منها بالشراء أو البيع) مع تحديد طريقة التنفيذ للسمسار بكل وضوح (من حيث الكمية، الأجل،

¹ عبد الرحمن يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2003-2004م، ص: 357.

² محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، لبنان، 1985م، ص: 67.

* الوكيل: هو شخص مفوض من قبل الغير. فالوكالة لغة هي التفويض إلى الغير، ورد الأمر إليه. ومعناها في الاصطلاح الفقهي إقامة الغير مقام النفس فيما يقبل النيابة من التصرفات، فهي عبارة عن تفويض تصرف إلى الغير ليفعله في حياته بشرائط خاصة.

والسعر ...)، وقد يترك الأمر إلى السمسار حسب ما يراه ملائماً، ويراعي في ذلك دائماً الحفاظ على مصلحة موكله (العميل).

وهذه العملية (الأوامر) إجراء مقبول في الشريعة الإسلامية، على شرط أن يكون هذا التوكيل (تنفيذ الأمر)، ومهما اختلفت أنواعه وأشكاله، يدخل في باب الحلال وموضوعه جائز شرعاً.

ثالثاً: تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي

نظام التسعير للأوراق المالية في السوق المالي يخضع عادة لقانون العرض والطلب كما في أي سوق، بالرغم من أن السوق المالي يحتاج إلى معلومات دقيقة وسريعة وصحيحة في تحديد السعر، فهذا القانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة، على أن يسود هذه السوق المنافسة المشروعة بين المتعاملين، والابتعاد عن جميع أوجه الاحتكار المحرم شرعاً، والذي يؤثر سلباً على المستوى العام للأسعار في السوق المالي، فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على استخراج السعر الملائم والصحيح، بهدف منع الضرر، وتحقيقاً للمصلحة العامة.

رابعاً: تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي الإسلامي

إذا تم تنظيم معاملات السوق المالي، بنفس الضوابط السابقة الذكر من مشروعية أدواتها المالية، وإجراءاتها العملية من تسعير ووساطة وتنفيذ للأوامر، فهي سوق مالية مشروعة، طالما أن العقود المبرمة في هذه السوق تضمن حقوق المتعاملين وتحافظ على مصالحهم، وتدخّل في مجال الأعمال الجائزة شرعاً. ومن ثم يتم تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي من غير ضرر أو قتل.¹

خامساً: عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي

لقد تعددت آراء الفقهاء حول جواز عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي²، حيث يذهب البعض إلى استبعادها من معاملات أية سوق إسلامية للأوراق المالية، بدليل أنها مخالفة لقواعد المعاملات ولأضرارها على النشاط الاقتصادي عامة، ويصنفها الفقهاء كنوع من البيوع الفاسدة، وشكل من المقامرة، ومن جهة أخرى يذهب بعض الباحثين المعاصرين إلى أن المضاربة في البورصة من حيث أنها بيع وشراء الأوراق المالية لا شيء فيها طبقاً للرأي القائل بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم، وإن وجود المخاطرة في عمليات المضاربة لا شيء فيها أيضاً، لأن الأصل في التجارة المخاطرة، ولكن يشترط أن تكون المخاطرة محسوبة ومبينة على قدرة تنبؤية لدى المضارب، إلا إذا كانت نوعاً من المقامرة، وتدخّل ضمن الممارسات غير الأخلاقية، خاصة إذا رافقها احتكار وتضليل في المعلومات التي تتعلق بأسلوب التعاقد، فالمضاربة حسب هذا الرأي جائزة إذا جردت مما علق بها من الشوائب بأسلوب العقد والممارسات غير الأخلاقية المصاحبة لها.³

¹ أشرف محمد دواية، نحو سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص: 87.

² عبد الرحمان يسري أحمد، مرجع سابق، ص: 357.

³ مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي، العدد: 1998، الإمارات العربية المتحدة، 2005م، ص: 28.

خلاصة الفصل الثاني:

إن السوق المالية الإسلامية لازالت في بدايتها حيث بدأت التحركات باتجاه إقامتها في الثمانينات من القرن الماضي، عن طريق إقامة مؤسسات مالية إسلامية ثم إنشاء هيئات دولية دورها الرئيسي: ترسيخ مبادئ الفكر المالي الإسلامي، وقد تبين لنا من خلال هذا الفصل أن هذا الاهتمام لم يكن من قبل الدول الإسلامية لوحدها ولكن حتى من طرف الدول الغربية ومن قبل غير المسلمين في تأكيد واضح على أن الشريعة الإسلامية لم ولن تكون عائقا في وجه النمو والتطور الاقتصادي، وقد ارتفع التعامل بالصكوك وبالمؤشرات المالية الإسلامية حيث أنها في تزايد مستمر.

ولكن هذه الصناعة لازالت في البداية وتحتاج إلى الكثير من الجهود والخبرات والعمل المتواصل لتحقيق الأهداف الاقتصادية والإسلامية معا ومواجهة جميع التحديات والعراقيل والتغلب على نقاط الضعف.

الفصل الثالث:

دور الصكوك في تطوير السوق المالي الإماراتي

تمهيد:

تمثل الصكوك ثاني أكبر عنصر في قطاع التمويل الإسلامي بعد المصرفية الإسلامية في فترة ما بعد العقد الأول من القرن الحادي والعشرين وذلك حسب بيانات RAM Rating Services Berhad (RAM) كما أنها تعتبر أداة مالية جاذبة للمستثمرين في الأسواق المالية.

وعلى أساس تراكمي للفترة من عام 2001م إلى عام 2017م، تعد ماليزيا أكبر جهة إصدار للصكوك معاً"الإصدارات المحلية والدولية"، تليها المملكة العربية السعودية، ثم الإمارات العربية المتحدة حسب التقارير الدولية حول سوق الصكوك، وسنحاول في هذا الفصل إبراز الدور الذي تؤديه الصكوك في تطوير السوق المالي الإماراتي، والذي تم تقسيم مضمونه إلى أربعة مباحث، هي:

- تقديم عام للاقتصاد الإماراتي؛
- السوق المالية الإسلامية بدبي؛
- تحليل سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م)؛
- واقع وآفاق سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م).

المبحث الأول: تقديم عام للاقتصاد الإماراتي

شهدت فترة ما قبل قيام الإمارات العربية المتحدة تطورات كان لها كثير من الانعكاسات على مسيرة هذا القطر في السنوات اللاحقة، وأهم هذه التطورات قرار الانسحاب البريطاني من المنطقة، ومحاولات إنشاء إتحاد تساعي يضم كلا من البحرين وقطر، إضافة إلى ما يعرف اليوم بدولة الإمارات العربية المتحدة، وسنتطرق بالتفصيل إلى اقتصاد الإمارات العربية المتحدة، وخصائصه الرئيسية، وكذا نشأة وتطور أسواق رأس المال في الإمارات العربية المتحدة.

المطلب الأول: الإمارات العربية المتحدة اقتصادياً

تعد دولة الإمارات العربية المتحدة واحدة من أنجح التجارب الاتحادية في العالم العربي المعاصر فهي عبارة عن اتحاد دستوري يضم 7 إمارات وهي: أبو ظبي- دبي -الشارقة- عجمان -الفجيرة-أم القيوين -رأس الخيمة، والتي أنشأت في 02 ديسمبر 1971م. كل إمارة تتمتع بالحكم الذاتي على مواردها النفطية، السياسات المالية، وإصدار الديون، وتدير ميزانيتها الخاصة بها.

وقد تحولت الإمارات السبع التي كانت متفرقة وفقيرة إلى دولة واحدة تتمتع بالازدهار والاستقرار وقد اتسم اقتصاد دولة الإمارات بأنه اقتصاد متنوع، ذلك أن دولة الإمارات استطاعت أن تمزج بين المهارات والخبرات التجارية لمواطنيها المكتسبة من كونها مركزاً للتجارة البحرية وصناعة اللؤلؤ منذ القدم، وبين العائدات النفطية التي بدأت تتدفق في عام 1962م، حيث أصبحت الدولة الآن مركزاً إقليمياً رئيسياً للصناعة والخدمات، بفضل احتياطياتها الضخمة من النفط، حيث تعتبر الثالثة في العالم من حيث الاحتياطيات النفطية والرابعة من حيث احتياطيات الغاز.¹

المطلب الثاني: الخصائص الرئيسية لاقتصاد الإمارات العربية المتحدة

تعد الإمارات العربية المتحدة دولة اقتصادية بامتياز، حيث تتسم بعدة خصائص تجعلها مختلفة عن معظم اقتصاديات الدول النامية، كما تهتم الإمارات العربية المتحدة بإقامة علاقات مع دول العالم بهدف تنمية استثماراتها وتحقيق أعلى معدلات النمو وتتمثل هذه الخصائص في:²

أولاً: نظام الاقتصاد الحر

تقوم دولة الإمارات العربية المتحدة على نظام الاقتصاد الحر والقائم على نظام السوق، والذي تعمل فيه قوى العرض والطلب على تحديد المعطيات الاقتصادية الأساسية كالأسعار، الاستثمار في القطاعات الاقتصادية، الإنتاجية والخدمية والتجارية وذلك دون تدخل الحكومة.

¹ بلقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية"دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والمالي"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف-1، الجزائر، 2017-2018م، ص: 268.

² محمد سعد عميرة، اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة: الإنجازات المحققة والتطلعات المستقبلية، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا، 2002م، ص ص: 02-04.

حيث تبنت دولة الإمارات سياسية اقتصادية منفتحة تعتمد على حرية الاستثمار والتجارة في جميع المجالات إذ يكون للقطاع الخاص دور الريادة في الاقتصاد الوطني، أما دور الحكومة فيقتصر على رسم السياسات الاقتصادية الكلية التي تعكس الاستراتيجية العامة للاقتصاد الحر.

ثانياً: الاعتماد على النفط

يمتاز اقتصاد الإمارات بالاعتماد الكبير على النفط، والذي يشكل مع مشتقاته الجزء الكبير من إيرادات الدولة اللازمة لتغطية الإنفاق العام الجاري والإنمائي المتزايد منذ منتصف السبعينات، فلا شك بأن الإيرادات النفطية قد مكنت الدولة من الإنفاق المباشر على تنفيذ المشاريع الإنمائية الإنتاجية، الخدمية ومشاريع البنية التحتية، بالإضافة لإنفاقها الجاري على الرواتب والأجور والمشتريات من السوق المحلي، الأمر الذي يؤدي إلى رفع معدلات النمو القطاعي والكلية، وتجدر الإشارة إلى أن للاعتماد على النفط العديد من السلبيات لعل أبرزها أنه مورد ناضب الأمر الذي يحتم إيجاد مصادر بديلة للاعتماد عليها مستقبلاً في حال نفاذ المورد، كما أن إيرادات النفط تعتمد على الطلب في أسواق النفط العالمية وتقلبات الأسعار فيها، مما يؤدي إلى عدم الاستقرار في تدفق هذه الإيرادات لينعكس ذلك سلبياً على الإنفاق الحكومي الكلي .

ثالثاً: الاعتماد على العمالة الوافدة

نظراً لعدم توفر دولة الإمارات على القوى العاملة المواطنة فهي تعتمد بدرجة كبيرة على العمالة الوافدة لتنفيذ المشاريع الإنمائية، الإنتاجية والخدمية والتي تهدف لضمان استمرار عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة التي تنفذها الدولة منذ إنشائها، حيث تقدم العمالة مساهمة فعالة في التطور الاقتصادي والاجتماعي والحضاري وتساهم في خلق سوق لتتشتيط مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني .

المطلب الثالث: نشأة وتطور أسواق رأس المال في الإمارات العربية المتحدة:

المصرفية العالمية الإسلامية وممارساتها المالية مصدرها الإمارات العربية المتحدة عندما أسس أول بنك إسلامي عالمي تجاري وهو بنك دبي الإسلامي (DIB) في عام 1975م، ومع ذلك بدأ سوق رأس المال الإسلامي مؤخراً، حيث تم إنشاء سوق للأوراق المالية في دولة الإمارات وفقاً لقانون هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع (SCA) رقم (4) لسنة 2000م، لتنمية الاستثمارات المحلية وخلق فرص استثمارية متنوعة من خلال توفير السيولة النقدية اللازمة لذلك، (تلعب هيئة الأوراق المالية والسلع دوراً رئيسياً في التنظيم وتنظيم سوق رأس المال في الإمارات)، ومركز دبي المالي العالمي في عام 2004م (المنطقة الحرة المالية والمركز المالي البري، يعزز مكانة دبي كمحور مالي دولي مماثل لـ: لندن، نيويورك، هونغ كونغ).¹ وقد أنشأت بورصات الأوراق المالية لدفع نمو الأسواق المالية في الإمارات العربية المتحدة لاسيما سوق دبي المالي (DFM) والذي افتتح في شهر مارس 2000م، تلاه افتتاح سوق أبو ظبي للأوراق المالية (ADX) في شهر نوفمبر 2000 م، وتم ربط السوقين إلكترونياً في شهر أوت 2001م، والتي تعمل في

¹ The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p: 95 .

إطار هيئة الأوراق المالية والسلع، أما فيما يتعلق بناسداك دبي (Nasdaq Dubai)، والتي كانت تعرف سابقاً باسم بورصة دبي الدولية (Dubai International Financial)، فقد تأسست في سبتمبر 2005م في مركز دبي المالي العالمي (DIFC) والتي تعتبر منصة للتبادل المالي العالمي في الشرق الأوسط، وتتضمنها سلطة دبي للخدمات المالية (DFSA). تقدم ناسداك دبي كشركة رائدة في مجال الابتكار مجموعة واسعة من المنتجات مثل: الأسهم والصكوك والسندات، الصناديق المتداولة في البورصة والمشتقات والسلع، فضلاً عن صناديق الاستثمار العقاري (REITs).

ليشهد سوق رأس المال الإسلامي الإماراتي توسعاً إلى حد كبير في عام 2005م، بعد جهود اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي (GCC) للحد من الاعتماد على إيرادات النفط والغاز، والبحث عن استراتيجيات استثمار أخرى، بما في ذلك أدوات الدخل الثابت، هذا النمو حفز على تطور مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي (DIEDC) في عام 2013 م، وعزز مكانة دبي كعاصمة للاقتصاد الإسلامي، حيث وضع التمويل الإسلامي كأحد الركائز الإستراتيجية السبع في مارس 2017م، مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي جدد استراتيجية الاقتصاد الإسلامي لـ: 5 سنوات (2017-2021م)، والتي ركزت على 3 قطاعات اقتصادية إسلامية ضمن التمويل الإسلامي .

في عام 2014م أطلقت دبي أيضاً خطة الـ: 07 سنوات المعروفة بخطة دبي 2021م لتعزز وتنشط موقعها كفاعل رئيسي في الاقتصاد الإسلامي.¹

¹Ibidem, p :95

المبحث الثاني: السوق المالية الإسلامية بدبي

سوق دبي المالي أحد الأسواق المالية الرائدة في دولة الإمارات، وسنتطرق بالتفصيل إلى الإطار القانوني والمالي لشركة سوق دبي المالي والسوق المالية الإسلامية بدبي وكذا المبادئ العامة والضوابط الشرعية لإصدار الصكوك فيها.

المطلب الأول: الإطار القانوني والمالي لشركة سوق دبي المالي

نتناول في هذا العنصر الإطار القانوني لشركة سوق دبي المالي وقواعد سوق دبي المالي وكذا السوق المالية الإسلامية بدبي.

الفرع الأول: الإطار القانوني لشركة سوق دبي المالي وقواعد سوق دبي المالي

ويضم هذا الفرع الإطار القانوني لشركة سوق دبي المالي وكذا قواعد سوق دبي المالي:

أولاً: الإطار القانوني لشركة سوق دبي المالي

نستعرض فيما يلي أهم التطورات القانونية في مسيرة سوق دبي المالي:¹

● 26 مارس 2000م: تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم (14) لعام 2000م، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000م، ويخضع سوق دبي المالي من الناحية القانونية والتنظيمية والرقابية لهيئة الأوراق المالية والسلع (Securities and Commodities Authority) بدولة الإمارات العربية المتحدة، والتي تملك سلطة فرض القوانين واللوائح والمعايير التي يلتزم سوق دبي المالي بتطبيقها.

● 27 ديسمبر 2005م: قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة.

● 06 فيفري 2007م: تأسست شركة سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في إمارة دبي بموجب القرار الوزاري رقم (62) لعام 2007م الصادر عن وزارة الاقتصاد، وتم طرح أسهم الشركة في اكتتاب عام أولي في سوق دبي المالي برأس مال مصدر قدره 8 مليار درهم إماراتي موزع إلى 8 مليار سهم، بقيمة إسمية 1 درهم إماراتي لكل سهم، وقد تم طرح نسبة 20 % من رأس المال للاكتتاب العام أي ما يعادل: 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب إقبالا مميّزا، حيث وصل إجمالي المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم إماراتي .

● 07 مارس 2007م: تم إدراج شركة سوق دبي المالي للتداول كشركة مساهمة عامة.

● 22 ديسمبر 2009م: الاستحواذ على شركة ناسداك دبي.

وفيما يلي رسم توضيحي لهيكل الملكية في شركة سوق دبي المالي كما في نهاية العام 2018م:

¹ التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي 2018م، سوق دبي المالي، 2018م، ص:63،

متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/dfm-investor-relations/reports-and-presentations>

الشكل رقم: (1-3): هيكل الملكية في شركة سوق دبي المالي كما في نهاية العام 2018م



المصدر: التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/dfm-investor-relations/reports-and-presentations>

ثانياً: قواعد سوق دبي المالي

يجب على سوق دبي المالي أن يحقق المتطلبات الواردة تفصيلاً ضمن قواعد وأنظمة هيئة الأوراق المالية والسلع كما تقوم إشعارات البورصة بنشر التعديلات على قواعد وإرشادات السوق، فالهدف الأساسي لسوق دبي المالي هو توفير بيئة فعالة وجيدة التنظيم للجهات التي تصدر الأوراق المالية والوسطاء والمستثمرين لزيادة رأس المال والوفاء بمتطلبات الاستثمار ومتطلبات التداول التجاري، كما يجب على جميع الشركات الأعضاء في سوق دبي المالي الالتزام بقواعد هيئة الأوراق المالية والسلع وضمان امتثال أفرادها لهذه القواعد، وتتمثل هذه القواعد في:¹

• **قواعد مصدري الأوراق المالية:** تصدر قواعد المصدرين وفقاً لقوانين الأوراق المالية بهدف تنظيم طريقة عمل الأوراق المالية، والتحكم في العلاقة بين سوق دبي المالي والأوراق المالية المدرجة، ويستكمل هذه القواعد إجراءات خاصة بمصدري الأوراق المالية والملاحظات الإرشادية التي تشكل جزءاً من قواعد هذه الجهات المصدرة، وتعتبر إجراءات المصدرين خاصة بموضوع محدد.

• **قواعد التداول:** يلتزم سوق دبي المالي بالشروط الواردة تفصيلاً في قواعد وأنظمة هيئة الأوراق المالية والسلع، حيث تساعد هذه القواعد والتوجيهات وكذا مراقبة أنشطة التداول وأنشطة السوق على المحافظة على ترتيب ونظام السوق، كما تتم الاستفادة من إشعارات البورصة بنشر التعديلات على قواعد وإرشادات السوق، وتندرج قواعد التداول في سوق دبي المالي ضمن:

- قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 2 لسنة 2001م في شأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية؛
- القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000م، في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع؛

¹ قواعد السوق، سوق دبي المالي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.dfm.ae/ar/regulations/market-rules>، تاريخ الاطلاع:

2019/05/02م على الساعة: 15:45.

- قانون إتحادي رقم (2) لسنة 2015م بشأن الشركات التجارية.

الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في سوق دبي المالي

يتيح سوق دبي المالي مجموعة من الأدوات المالية للمستثمرين تضم الأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأدوات المالية، والتي يجري تطويرها بما في ذلك صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق الاستثمار المشترك وحقوق الإصدار والأدوات المغطاة، ويمكن توضيح الأدوات المتداولة في سوق دبي كما يلي:¹

أولاً: أدوات الملكية

يعد سوق دبي المالي بمثابة سوق ثانوي لتداول الأسهم وغيرها من أدوات الملكية والأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة العامة والهيئات الحكومية وشبه الحكومية، سواء كانت قائمة في دولة الإمارات العربية المتحدة أو في الخارج، حيث تمثل الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي مجموعة واسعة من القطاعات الاقتصادية، بما في ذلك الشركات الرائدة في قطاع العقارات والبناء، والإنشاءات الهندسية والخدمات المصرفية، والنقل والاستثمار والخدمات المالية والتأمين والاتصالات وقطاعات السلع الاستهلاكية وغيرها.

يتعاون سوق دبي المالي عن كثب مع شركات من مختلف القطاعات لتوسيع قاعدة القطاعات، بما يعكس النمو والتنوع الاقتصادي في الإمارات العربية المتحدة ويوفر خياراً أكبر من الأوراق المالية للمستثمرين، وتتمثل أدوات الملكية في سوق دبي المالي في:

➤ **الأسهم:** يمثل كل سهم من الأسهم حصة ملكية في شركة، ويتم قياس أداة الشركة في غالب الأحيان بمقدار الأرباح التي يتحصل عليها المساهمون وسعر سهمها في سوق الأوراق المالية، وعادة ما يشار إلى الأسهم باسم الحصص، وتعد الأسهم العادية أكثر أنواع الأسهم شيوعاً، وتشمل الأنواع الأخرى من الأسهم: الأسهم الممتازة أو أسهم الحقوق، يمكن لأي شركة إدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية كما يمكن تداول أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

➤ **أسهم الإدراج المزدوج:** هي أسهم الشركة المدرجة والمتداولة في أكثر من بورصة.

➤ **أدوات مالية أخرى:** يواصل سوق دبي المالي العمل بشكل وثيق مع الهيئة المنظمة للسوق وهي هيئة الأوراق المالية والسلع بهدف تنويع الأدوات المالية المتاحة وتوفير خيار أوسع من فئات الأصول، كفرص استثمارية وذلك من أجل تلبية الاحتياجات المتنامية للمستثمرين، ومن ضمن الأدوات المالية الأخرى التي يعمل سوق دبي المالي على تطويرها نجد؛ صناديق الاستثمار المتداولة، حقوق الاكتتاب المتداولة والأدوات المغطاة، كما يجري تطوير آليات جديدة من شأنها أن تعزز نشاط التداول في السوق ومنها: إقراض واقتراض الأدوات المالية والبيع على المكشوف.

¹ الأدوات المتداولة في سوق دبي المالي، سوق دبي المالي، متوفر على الموقع الإلكتروني:

https://www.dfm.ae/ar/issuers/listed-securities، تاريخ الاطلاع: 2019/05/02م، على الساعة: 16:20.

- أدوات الاقتراض: شهدت أسواق رأس المال في دبي نموًا إيجابيًا في إدراجات الصكوك، مما يوفر خيارات أوسع من الاستثمارات للمستثمرين المحليين والإقليميين الدوليين، وذلك في ظل النمو المتزايد عالميًا بسوق الصكوك والسندات على نطاق أوسع، وتتكون أدوات الاقتراض في سوق دبي المالي من:

○ الصكوك "السندات الإسلامية": يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي منصة موحدة لإدراج وتداول مجموعة من الصكوك، بما في ذلك الصكوك المدرجة من قبل مصدري الأسهم والهيئات الحكومية والشركات المرتبطة بالحكومة ويتم تداول الصكوك المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي في سوق دبي المالي في البورصتين، وتعتمد الصكوك في سوق دبي المالي على تحصيل الأموال من أصحابها واستثمارها في عقود تمويل مناسبة وعقود استثمار، إلا أنه بدلاً من دفع المال مباشرة لطالبي التمويل مقابل سداده في المستقبل يتم إجراء معاملات على الأصول وحقوق المنفعة والحقوق المالية.

○ السندات التقليدية: يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي مجموعة متنوعة من السندات بما في ذلك السندات المصدرة من الشركات المساهمة العامة والخاصة، والمصدرة من الجهات الحكومية والمؤسسات، حيث أن السندات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي قابلة للتداول في البورصتين.¹

- صناديق الاستثمار المتداولة: تماشياً مع إستراتيجية سوق دبي المالي لتوفير منتجات استثمارية متطورة ومتنوعة أمام جمهور المستثمرين، يوفر سوق دبي المالي إطاراً تنظيمياً ملائماً لإدراج وتداول صناديق الاستثمار المتداولة؛ وهي عبارة عن صناديق استثمارية مفتوحة ومدرجة ومتداولة في السوق، وهي تجمع بين ميزات صندوق المؤشر والسهم، حيث تعكس سيولة صناديق الاستثمار المتداولة سيولة سلة الأسهم المتعاقد عليها والتي يتم بناء عليها إنشاء هذه الصناديق، كما تسمح هذه الصناديق للمستثمرين بالاستثمار في الأصول الأساسية لصندوق الاستثمار المتداول بطريقة فعالة من حيث التكلفة دون الحاجة للاستثمار في الأصول الأساسية مباشرة، فعلى سبيل المثال يمكن لمستثمر أن يستثمر في سلة من الأسهم التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي بدلاً من شراء الأسهم الخاصة التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي، وهذه الطريقة هي الأكثر كفاءة للاستثمار في سلة من الأسهم دون شراء الأسهم الحقيقية بشكل فعلي.

في 29 جوان 2016م أطلقت شركة أفكار كابيتال أول صندوق متكافئ كلياً في البورصات الأجنبية في دولة الإمارات العربية المتحدة في سوق دبي المالي، وذلك تحت رمز UAETF حيث يقوم الصندوق بمحاكاة المؤشر الاسترشادي S&P UAE BMI Liquid والذي يضم الأسهم الكبرى من حيث القيمة

¹ الأدوات المتداولة في سوق دبي المالي، مرجع سابق.

السوقية في دولة الإمارات العربية المتحدة وذلك بدون تحميل المستثمرين أية رسوم إضافية للاكتتاب أو تداول وثائق الصندوق في السوق الثانوي.

• **الخدمات الإلكترونية:** تمثل الخدمات الإلكترونية حلاً سريعاً يعتمد على شبكة الإنترنت طوره سوق دبي المالي، يتيح للمستثمرين وشركات الوساطة المالية ومصدري الأوراق المالية وأمناء الحفظ وبنوك الرهن والموردين إمكانية الوصول الفوري إلى خدمات سوق دبي المالي والتي تشمل مجموعة من الخدمات الإلكترونية المتطورة.

• **إقراض واقتراض الأوراق المالية:** إقراض واقتراض الأوراق المالية عبارة عن قرض مؤقت للأوراق المالية من قبل المقرض للمقترض حيث:

- يجوز فيه للمقرض طلب استعادة الأوراق المالية في أي وقت، والذي من شأنه أن يسمح بإرجاع الأسهم ضمن دورة تسوية السوق العادية، وذلك بصرف النظر عن موعد الاستحقاق المتفق عليه.

- يجوز للمقترض إرجاع الأوراق المالية في أي وقت.

تنتقل ملكية الأوراق المالية التي يقرضها المقرض إلى المقترض، مع منح المقترض بعض الحقوق مثل: الحق في بيع الأسهم أو إقراضها إلى مقترض آخر وحضور الجمعيات العمومية العادية، كما يكون للمقترض الحق في بعض الفوائد الاقتصادية، منها على سبيل المثال أرباح الأسهم كما أنه من الممكن أن يتضمن اتفاق إقراض واقتراض الأوراق المالية إلزام المقترض بسداد دفعات مالية إلى المقرض مساوية للمبلغ الذي اقترضه، ولا يعد مقرض الأوراق المالية مالكا لها كما لا يكون له الحق في التصويت، إلا أنه يحتفظ بالحق في طلب استرجاع الأوراق المالية من المقترض ويجب عليهم ممارسة هذا الحق عند الرغبة في التصويت.

وتتمثل فوائد إقراض واقتراض الأوراق المالية في:

تعزيز كفاءة السوق والسيولة والحد من تقلبات السوق، كما يدعم إقراض واقتراض الأوراق المالية تطوير أسواق رأس المال من خلال تسهيل استراتيجيات الاستثمار المختلفة والاستفادة من العجز لضمان دورات تسوية متسلسلة، وتزويد المقرض بالإرجاع التدريجي للقرض إلى الحافظة المالية.¹

المطلب الثاني: السوق المالية الإسلامية بدبي

تسعى سوق دبي المالي الإسلامي لتكون منصة جاذبة للأوراق المالية الإسلامية المصدرة على الصعيد المحلي الإقليمي والعالمي، حيث شهدت الصناعة المالية الإسلامية في عام 1975م في دبي إنشاء أول بنك إسلامي خاص، فهاهي تشهد الآن تطوير السوق المالية الإسلامية، وذلك بفضل جهود سوق دبي المالي.

¹ الأدوات المتداولة في سوق دبي المالي، مرجع سابق.

أولاً: التزام السوق المالية الإسلامية بدبي بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية

يتضح التزام سوق دبي المالي الإسلامي بالضوابط الشرعية للصناعة المالية الإسلامية من خلال إنشاء هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، والتي تعد الآلية التنظيمية المسؤولة عن ضبط تعاملات الأوراق المالية الإسلامية، حيث تقوم الهيئة بالمهام التالية:¹

- عرض جميع استثمارات سوق دبي المالي وناسداك دبي على العضو التنفيذي للهيئة، عند الحاجة إلى اتخاذ قرار بشأنها بصفة عاجلة، لأخذ الموافقة المسبقة اللازمة قبل الدخول في الصفقة واعتماد المستندات وفي الأحوال التي لا تكون فيها الحاجة إلى اتخاذ قرارات غير عاجلة، تدخل في جدول أعمال الاجتماع التالي للهيئة، ويشمل وجوب العرض والاعتماد المسبق في الفترة السابقة تجديد عقود التمويل والاستثمارات القائمة عند التجديد والتمديد، مع تجنب أرباح كل استثمار أو تمويل لا تتم الموافقة عليه من الهيئة أو عضوها التنفيذي، قبل الدخول فيه.

- إعداد تقرير التدقيق الشرعي الربع السنوي على كافة المعاملات "تمويلات واستثمارات وغيرها، مع بيان الإيرادات المحرمة" وتقديمه إلى أمين الهيئة قبل الاجتماع القادم بأسبوعين على الأقل، ويشمل التقرير حسب ما يجب تجنبه من أرباح غير مشروعة وعمولات على تداول أسهم لشركات غير متوافقة مع الشريعة.

- تقوم وحدة الرقابة الشرعية بالحصول على جميع العقود المتصلة باستثمارات السوق، وتقديم تقرير حول شرعيتها إلى الهيئة الشرعية في اجتماعها القادم.

- في حال الاستثمار أو توظيف الأموال من خلال إحدى الشركات أو الصناديق غير المدرجة، تقوم وحدة الرقابة الشرعية بتصنيف تلك الشركات مستعينة بالنظام الأساسي للشركة، ونشرة الإصدار للصندوق والحسابات الختامية، كما تقوم الوحدة أيضاً بتقييم العقد المستخدم في الاستثمار أو التوظيف من الناحية الشرعية وتقديم تقييمها للهيئة الشرعية.

- مراجعة جميع الشركات المدرجة وتصنيفها وفقاً لمعيار سوق دبي المالي لتملك وتداول الأسهم، والتقييم الشرعي للاستثمار في تلك الشركات بناء على ذلك التصنيف.

- في مجال القوائم المالية، تقوم وحدة الرقابة الشرعية بالحصول على الشروح الخاصة ببند تلك الحسابات وإعداد تقرير حول الجوانب الشرعية للحسابات وخاصة فيما يتعلق بإعداد تقرير مفصل حول هيكل الرسوم التي تتقاضاها سوق دبي المالي، وتقييمها من الجانب الشرعي، وتوزيع رسوم التداول بين الشركات المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة، واحتساب نسبة الدخل المحرم للسوق ككل ونصيب كل سهم منها.

- تقوم وحدة الرقابة الشرعية بإعداد تقرير حول الأدوات المالية وقواعد الإدراج والتداول في سوق ناسداك وتقييمها من الناحية الشرعية وتعرضه في نهاية كل ربع سنة.

¹ بلقيس دنيا زاد عياشي، مرجع سابق، ص: 308-310.

- في مجال الاستثمارات وهياكل ومستندات وشروط التمويل؛ عرض جميع عقود التمويل والاستثمار التي تكون كل من سوق دبي المالي وسوق ناسداك دبي طرفا فيها على الهيئة قبل الدخول فيها، وأن توافق الهيئة عليها وعلى الصفقة، تعرض هياكل التمويل وشروطه ومستنداته على الهيئة للموافقة عليها في كل صفقة تقوم بها السوق، حتى لا تتعرض عوائد هذه الاستثمارات للتجنيد والصرف في الخيارات. وهكذا تتطابق مهام واختصاصات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بسوق دبي المالي مع المهام المتصورة للجهة التنظيمية المسؤولة عن ضبط العمل في السوق المالية الإسلامية، وهو ما يجعلها بمثابة قاعدة ارتكاز لانطلاق سوق دبي المالي صوب تحقيق هدفه بأن يكون منصة لإدراجات وتداولات الأوراق المالية الإسلامية على الصعيد العالمي.

ثانياً: مظاهر تميز السوق المالية الإسلامية عن التقليدية بدبي

لا ينحصر الوجه الإسلامي لسوق دبي المالي على وجود هيئة الفتوى والرقابة الشرعية المسؤولة عن ضبط التعاملات في الأوراق المالية بما يتوافق مع الأحكام الشرعية، وإنما هناك مظاهر أخرى تتوافق مع المظاهر العامة المميزة للسوق المالية الإسلامية عن السوق العادية أو التقليدية وتتمثل هذه المظاهر العامة في التالي:¹

- **من حيث الأوراق المالية المتداولة في السوق:** تتميز السوق المالية الإسلامية عن السوق المالية العادية بوفرة البضاعة وتنوعها، فليست مقصورة على الأسهم والسندات فقط وإنما على أنواع عدّة فضلاً على أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستثمرة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مقترضة مثل المشتقات والمؤشرات.

- **من حيث المتعاملين:** إن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائز شرعاً، ومن ثم يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة، الشركات، المحافظ الاستثمارية، شركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها، ومن جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية والإسلامية ولكن يتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقليدية، بل غير المسلمين.

- **من حيث أساليب وصور التعامل:** إن التعامل في السوق الإسلامية يتم وفقاً للأحكام الشرعية ومن ثم يتم الالتزام في إصدار الأوراق المالية والصكوك بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها، مثل عقد المرابحة، والمشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع، كما يتم الالتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعاً، ومن ثم فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات حسبما يجري العمل في السوق التقليدية، ولا بالمستقبلات بالصورة التي تتم، بل بطريقة بيع السلم، ولا الشراء بالهامش أو البيع على المكشوف وبالجملة، فكل ما ذكرناه من أساليب وصور التعامل التي تجري في الأسواق التقليدية وأشرنا إلى

¹ بلقيس دنيا زاد عياشي، مرجع سابق، ص: 310، 311.

عدم جوازها شرعا لا يتم التعامل بها، ومع الأخذ في الاعتبار الالتزام بالقيم الإسلامية الخاصة بالصدق والأمانة والغش والتدليس.

المطلب الثالث: المبادئ العامة والضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

ولما كان التعامل في السوق المالية الإسلامية يحتاج إلى معايير للتمييز بين الأدوات المالية التي تتفق مع الشريعة وبين الأدوات الأخرى، فقد تصدت الهيئة الشرعية لسوق دبي المالي، وعملت على وضع المعايير اللازمة التي تحتوي على الضوابط الشرعية لتملك وتداول الصكوك، ويتضمن هذا المطلب كلا من المبادئ العامة لإصدار الصكوك وكذا الضوابط الشرعية لإصدارها.

الفرع الأول: المبادئ العامة لإصدار الصكوك

تتمثل المبادئ العامة لإصدار الصكوك في:¹

أولاً: عقد الصكوك: يجب أن تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي تتوافر فيه:

- ✓ أركان وشروط هذا العقد؛
- ✓ أن تترتب عليه أحكامه وآثاره الشرعية؛
- ✓ أن يقصد به في التطبيق العملي ما قصده الشارع من شرعه؛
- ✓ ألا يشترط فيه ما ينافي مقتضاه أو يناقض قصد الشارع من شرعه.

ثانياً: النشاط: لا يجوز إصدار الصكوك أو تداولها إذا كانت حصيلة إصدارها تستخدم في نشاط محرم أو كان بعض موجوداتها محرماً.

ثالثاً: يجب ألا يؤول إصدار الصكوك أو تداولها أو استردادها إلى تبادل نقد عاجل بنقد أجل أكثر منه مقابل الأجل ويترتب على ذلك:

➤ لا يجوز أن يكون نقل الملكية في صكوك الأعيان المؤجرة أو القابلة للتأجير (أو غيرها من الصكوك المشتملة على الأعيان) غير قابلة للبيع من الناحية القانونية أصلاً أو المحاسبية بأن بقيت في ملك البائع من الناحية القانونية أو المحاسبية، وأدرجت في ميزانيته ولم تظهر خارج الميزانية.

➤ لا يجوز أن تنص مستندات صكوك الاستثمار على أن يكون منشئ الصكوك (المضارب أو الشريك المدير أو وكيل الاستثمار) مديناً بحصيلة إصدارها أو بقيمة موجوداتها، وليس أمينا عليها.

➤ لا يجوز أن ينص في نشرة إصدار الصكوك أو عقودها على أنه ليس لحملة الصكوك حق الرجوع ولو مجتمعين على موجودات الصكوك أو التصرف فيها تصرف الملاك شرعا وقانونا، بل يجب النص على أن هذا الحق ثابت لهم.

¹ المعيار رقم: 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، أكتوبر 2018م، ص: 09.

رابعاً: يجب أن يكون العائد على الصكوك ناتجاً عن استثمار موجوداتها، وليس ديناً في ذمة منشئ الصكوك ولا التزاماً عليه.

خامساً: يجب أن تستخدم حصيلة إصدار الصكوك حسب الغرض الذي صدرت من أجله وفق الضوابط الشرعية طوال مدة الاستثمار.

سادساً: يمكن للصكوك أن تكون اسمية، بمعنى أنها تحمل اسم حامل الصك، ويتم انتقال ملكيتها بالقيود في سجل معين، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها، كلما تغيرت ملكيتها، كما يمكن أن تكون صكوكاً لحاملها بحيث تنتقل الملكية فيها بالتسليم.

سابعاً: يشترط في المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويل إنشائه أو تطويره ما يأتي:

- أن يكون هدف المشروع ونشاطه مشروعاً وفقاً للضوابط الشرعية، مع الأخذ بعين الاعتبار ما ورد في معيار سوق دبي لإصدار وتملك الأسهم الفقرة 2.2.17 التي تحرم المساهمة في الشركات التي تتضمن أغراضها أنشطة تضر بالبيئة. ومن ثم فإن تصكيك أصول تكون موظفة في أغراض تضر بالبيئة يصبح محرماً بالتبعية.
- أن يدار مالياً باعتباره وحدة مستقلة، بحيث يتضح في نهاية الفترة الاستثمارية مركزه المالي ونتائج أعماله.
- أن يكون مستقلاً في حساباته عن المشروعات الأخرى التي تدخل في الذمة المالية لمنشئ الصكوك المستفيد من حصيلة إصدارها.
- أن يكون من شأنه أن يدر عائداً وفقاً لدراسة جدوى اقتصادية تعد عنه.
- أن تعد القوائم المالية للمشروع وفقاً للمعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين (أيوفي).
- أن يتولى مراقبة حسابات المشروع مراقب أو أكثر يتمتع بكفاءة وخبرة تعينه الشركة ذات الغرض الخاص.
- أن تتولى لجنة الصكوك الشرعية التدقيق الشرعي على المشروع للتأكد من التزامه بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث نشاطه وتوزيع أرباحه أو تحمل خسائره.

ثامناً: منشئ الصكوك مسؤول عن صحة البيانات والمعلومات والمستندات والإقرارات التي تتضمنها نشرة إصدار الصكوك، ودقتها، وشموليتها، حماية لحملة الصكوك. ويعد تعمد إخفاء شيء من ذلك أو عدم صحته تقصير يوجب الضمان.

تاسعاً: لا يجوز النص في صكوك الاستثمار على تحمل المضارب أو الشريك أو الوكيل، للضرائب المفروضة على عوائد الصكوك أو فروق صرف العملات.

عاشرا: يجب الالتزام في الصكوك بالمعايير الشرعية والمحاسبية (أيوفي) فيما لم يتضمنه هذا المعيار من مبادئ وأحكام عامة.¹

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

أما الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك فهي:²

أولاً: الشركة ذات الغرض الخاص

✓ يجوز أن تتولى إصدار الصكوك شركة ذات غرض خاص، تتمتع بشخصية اعتبارية وبذمة مالية مستقلة عن ذمة منشئها ومالكها، وتكون أمينا لحملة الصكوك في الاحتفاظ بملكية موجودات الصكوك، ووكيلا عنهم في استثمار حصيلتها فيما صدرت من أجله والدخول مع مستثمري هذه الحصيلة في عقد الإصدار.

✓ ولا يجوز أن يكون منشئ الصكوك (المستخدم لحصيلة إصدارها) مالكا لهذه الشركة ولا مديرا لها إذا ترتب على ذلك محذور شرعي كالبيع للنفس، والاستتجار أو تضارب المصالح، مثل أن يبيع منشئ صكوك الإجارة لهذه الشركة الأصول القابلة للتأجير أو منافعها ثم يعيد استئجارها منها على أن لا يتم إعادة تملكها له قبل مضي مدة تحصل فيها حوالة الأسواق (تغير الأسعار).

✓ يجب أن تعد ميزانية سنوية مدققة للشركة ذات الغرض الخاص.

ثانياً: شرط الحافز لمدير الصكوك

➤ يجوز النص في نشرة إصدار الصكوك وفي مستنداتها على استحقاق مدير الصكوك لكل أو بعض ما زاد من الربح عن حد معين، حافظا لمدير الصكوك على حسن الأداء، وذلك بالإضافة إلى ما يستحقه من أجر أو حصة في الأرباح.

➤ يتم احتساب الحافز الخاص بمدير الصكوك في نهاية فترة الصكوك وذلك على جميع الفترة، ويجوز أن يتسلم مدير الصكوك دفعات على حساب الحافز خلال فترة الصكوك وقبل إطفائها، ويتم تسوية صافي الحافز المستحق في نهاية الفترة ولا مانع أن يحسب الحافز ويدفع نهائياً بعد التتضيض الحكمي عن كل فترة توزيع ربح.

ثالثاً: ارتباط صكوك الاستثمار بالجوائز

- لا يجوز لمدير الصكوك (المضارب والشريك ووكيل الاستثمار) توزيع جوائز على حملة الصكوك بطريق القرعة من الأرباح المستحقة لهم، لأنهم شركاء في هذه الأرباح فلا يجوز أن يختص بها بعضهم.
- ويجوز لمدير الصكوك توزيع هذه الجوائز من ماله الخاص على سبيل التبرع إذا لم يظهر أن القصد الأساسي من إصدار الصكوك هو توزيع هذه الجوائز من أرباح حملة الصكوك.

¹ المعيار رقم: 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك، مرجع سابق، ص: 09.

² المعيار رقم: 2 لإصدار وتملك وتداول الصكوك، مرجع سابق، ص: 10.

المبحث الثالث: تحليل سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة

لإبراز دور ومكانة الصكوك في السوق المالي الإماراتي خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م) نتناول مجموعة من النقاط والتي تتمثل في: نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين (2006- جوان 2017م)، مكانة الصكوك مقارنة بباقي الأدوات المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م)، تحليل هياكل الصكوك، الإصدار والاستثمار في الإمارات العربية المتحدة .

المطلب الأول: نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين:

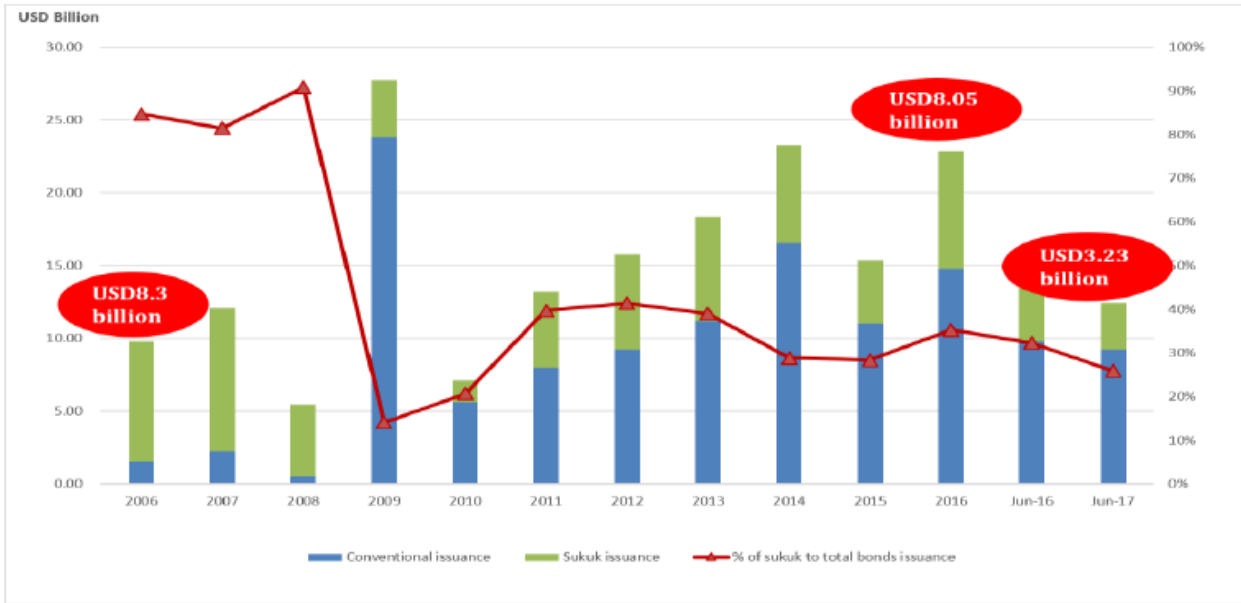
(2006- جوان 2017م)

سنعرض في هذا المطلب نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين (2006- جوان 2017م) بالإضافة إلى إصدارات القطاع العام والقطاع الخاص في السوق المحلية لدولة الإمارات في الفترة الممتدة ما بين: (2006- نهاية جوان 2017م).

إن سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة بدأ في وقت مبكر، وذلك مطلع عام 2000م، وعرفت نموا هائلا بين عامي 2005م و2007م. ومع ذلك، فقد انخفضت في الفترة ما بين (2008-2010م)، في أعقاب الأزمة المالية العالمية (GFC) وظروف السوق الناتجة عن ذلك، ويرجع ذلك جزئيا إلى تصريح هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) في عام 2008م بشأن تعهدات الشراء في هياكل الصكوك القائمة على حقوق الملكية، بالإضافة إلى التخلف عن السداد من قبل مصدري الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي، وكذا صكوك نخيل بعد الأزمة المالية العالمية في عام 2009م، وعلى الرغم من تراجع إصدارات الصكوك في العام 2008م إلا أنها لم تتأثر مقارنة بما حدث للإصدارات التقليدية. شهد السوق انتعاشا في عام 2011م، وتوسعا بشكل مطرد منذ ذلك الحين، باستثناء عام 2015م. وفي نهاية جوان 2017م، بلغ إجمالي إصدار الصكوك في الإمارات العربية المتحدة 3.23 مليار دولار أمريكي، والتي تمثل 26% من مجموع إصدار السندات،¹ كما هو مبين في الشكل الموالي رقم: (2-3)

¹Idem, p: 99.

الشكل رقم: (2-3): إجمالي إصدار الصكوك في الإمارات العربية المتحدة مقابل الإصدار التقليدي في الفترة الممتدة ما بين: (2006-جون 2017م)



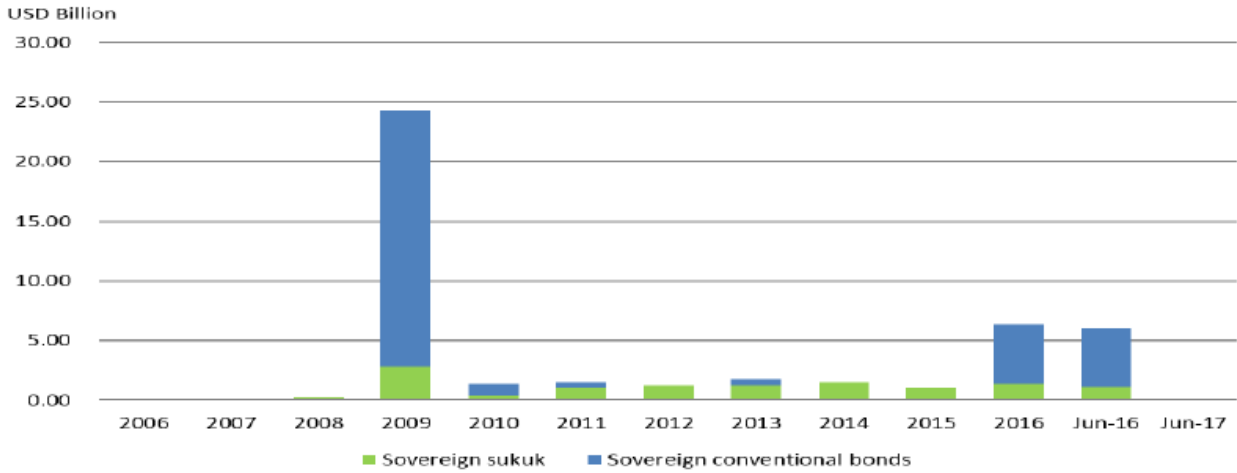
Source : The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :100.

الفرع الأول: السوق المحلية - إصدار القطاع العام

وفقاً لتقرير صندوق النقد الدولي 2017م، فإن دولة الإمارات العربية المتحدة لديها دين حكومي محلي ضئيل للغاية لأن الفوائض المالية الكبيرة خلال طفرة أسعار النفط قد أضعفت حافز الحكومة لإصدار الدين المحلي. فالحكومات الإماراتية تصدر ديوناً خارجية (أي سندات وصكوكاً) أو تستفيد من صناديق الثروة السيادية (SWFs) لتمويل العجز في الميزانية، حتى جوان 2017م أصدرت 3 إمارات فقط صكوكاً، دبي ورأس الخيمة والشارقة (كان إصدارين فقط بالدرهم الإماراتي والباقي بالدولار الأمريكي)، وحكومة أبو ظبي لم تصدر سوى السندات التقليدية، ووصلت إصدارات الصكوك السيادية إلى ذروتها في عام 2009م، مع قيادة حكومة دبي لسوق الإمارات العربية المتحدة، ومن جهة أخرى تسبب التخلف عن سداد الصكوك في سوق دبي في عام 2009م نتيجة التأثير بتوابع الأزمة المالية العالمية في تراجع سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة في عام 2010م، ومع ذلك فقد تحسن تصور المستثمرين لائتمان دبي بحلول عام 2012م بعد حصول إمارة دبي على دعم مالي من إمارة أبو ظبي لمواجهة أزمته المالية، مما دفع حكومة دبي إلى إصدار صكوك ذات أجل استحقاق مدته 10 سنوات وبقيمة 600 مليون دولار أمريكي عام 2012م، وصكوكاً أخرى بقيمة 750 مليون دولار أمريكي في عام 2013م، ويشير الشكل رقم (3-3) إلى إجمالي إصدار الصكوك السيادية الإماراتية مقارنة بالسندات السيادية في الفترة الممتدة ما بين 2006م ونهاية جوان 2017م.¹

¹ Idem ,p: 101.

الشكل رقم(3-3): إجمالي إصدار الصكوك السيادية الإماراتية مقارنة بالسندات السيادية في الفترة الممتدة ما بين: (2006-نهاية جوان 2017م)



Source : The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :102.

نظرًا لأن كل إمارة تتمتع بالحكم الذاتي فيما يتعلق بإدارة ميزانيتها الفردية وجمع الأموال لتمويل العجز في الميزانية، فإن الحكومة الفيدرالية لم تصدر أي أداة دين، ومع ذلك فإن قانون إدارة الديون الفيدرالي المقترح في 2017م لحكومة الإمارات العربية المتحدة، سيسمح للحكومة الفيدرالية بالاستفادة من سوق السندات، وقد أصدرت الأخيرة صكوكا، بما يتماشى مع استراتيجية التطوير التي أطلقتها هيئة الأوراق المالية والسلع حديثًا في أكتوبر 2017م لسوق رأس المال الإسلامي (ICM): (Islamic Capital Market) في الإمارات العربية المتحدة، والتي تتضمن دور الهيئة في تحديث اللوائح المتعلقة بالصكوك وتطبيق نظام حوكمة الشريعة الإسلامية.

بالإضافة إلى ذلك، تعمل حكومة الإمارات العربية المتحدة بالتعاون مع مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي (CBUAE) واتحاد مصارف الإمارات العربية المتحدة، على وضع مبادئ توجيهية لإنشاء هيئة شرعية عليا، كمنظم وطني لصياغة المبادئ التوجيهية والسياسات واللوائح للمنتجات المالية الإسلامية، وقد تم تأمين الموافقة على إنشاء هيئة الرقابة الشرعية في ماي 2016م.

إن إنشاء CBUAE لمرفق الإقراض الهامشي المؤقت (IMLF) -على غرار إعادة الشراء المضمون- لكل من البنوك التقليدية والإسلامية في أبريل 2014م، لتعزيز إدارة السيولة من قبل البنوك الإسلامية المحلية، من شأنها أن تساعد أيضا في تعزيز إصدار الصكوك، ومنذ أبريل 2015م اعترف IMLF المتوافق مع الشريعة الإسلامية بمقتنيات المقترضين من الصكوك أو الصكوك السيادية التي تصدرها السلطات في أي من الإمارات كضمان.¹

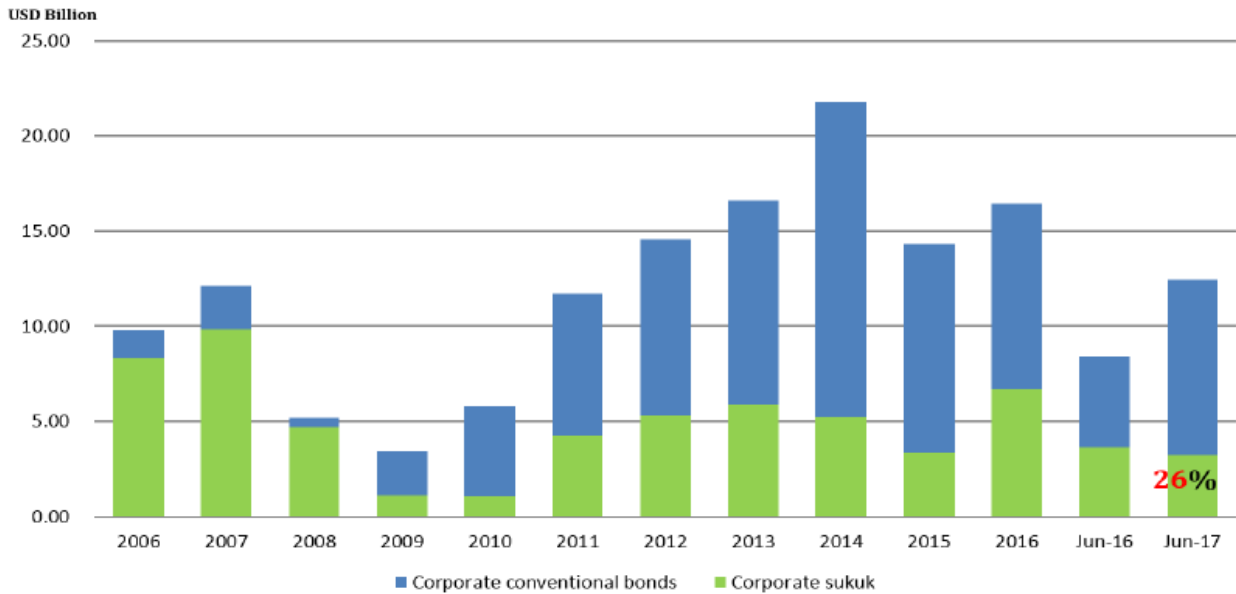
¹ Op.Cit , p: 102,103.

الفرع الثاني: السوق المحلية - إصدار القطاع الخاص

على غرار إصدار القطاع العام، فإن الصكوك المحلية للشركات في دولة الإمارات العربية المتحدة أي المقومة بالعملة المحلية (LCY) محدودة للغاية أيضًا، وبدلاً من ذلك فإن سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة معروف جيداً في أوروبا، كما في نهاية جوان 2017م، فلم يتم طرح سوى 10 إصدارات من الصكوك المحلية LCY من قبل الشركات العاملة في مجال العقارات بشكل رئيسي .

ومقارنة بالسندات التقليدية، انخفض إصدار الصكوك من قبل الشركات والهيئات شبه الحكومية في دولة الإمارات العربية المتحدة بشكل كبير منذ عام 2009م، ويعزى ذلك إلى نفس الأسباب المذكورة سابقاً "التخلف عن سداد الصكوك في دبي، أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية في الفترة ما بين: 2007-2009م". في نهاية جوان 2017م ارتفع إصدار صكوك القطاع الخاص فقط إلى 3.23 مليار دولار أمريكي (26% من إجمالي سندات الشركات) مقارنة بمبلغ 9.21 مليار دولار من الإصدارات التقليدية،¹ كما هو مبين في الشكل رقم: (3-4).

الشكل رقم: (3-4) صكوك الشركات الإماراتية مقابل الإصدار التقليدي في الفترة الممتدة ما بين: (2006-جوان 2017م)



Source : The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :104.

المطلب الثاني: مكانة الصكوك مقارنة بباقي الأدوات المالية خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)

من خلال هذا المطلب سيتم تحديد مكانة الصكوك مقارنة بالأدوات المالية والمتمثلة في الأسهم والسندات في السوق المالي الإماراتي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م).

¹ Op.Cit, p: 103,104.

الفرع الأول: مكانة الصكوك مقارنة بالأسهم

وسوف نفضل في الأداء المالي والتشغيلي لسوق دبي المالي.

أولاً: أداء سوق دبي المالي خلال السنوات مابين: 2014-2018م:

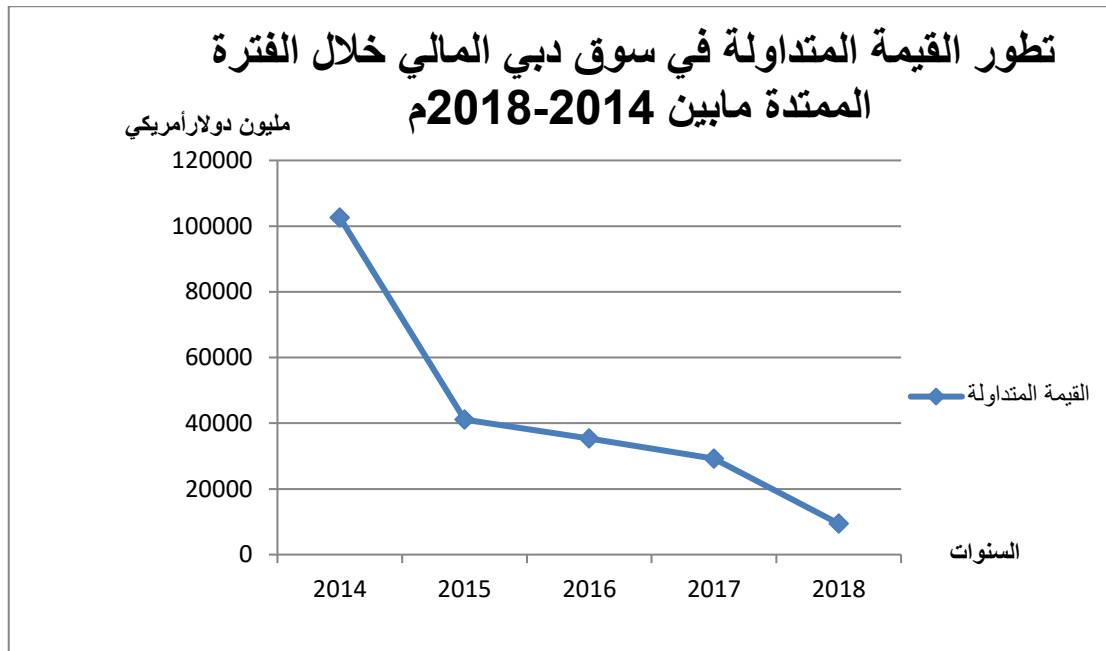
➤ تطور القيمة المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)

يمكن تلخيص تطور القيمة المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة ما بين: (2014-2018م) في

الشكل التالي:

الشكل رقم: (3-5) تطور القيمة المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-

2018م)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الملخص السنوي لصندوق النقد العربي، متوفر على الموقع الإلكتروني:

https://www.amf.org.ae/sites/default/files/history/prv_yearly_summary.htm

يعبر الشكل رقم: (3-5) عن تطور القيمة المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين:

(2014-2018م) والذي كان بشكل متناقص، حيث سجلت 9420.83 مليون دولار أمريكي في عام

2018م بعدما كانت قيمتها: 102614.06 مليون دولار أمريكي عام 2014م ويعود ذلك إلى:

تنامي الاهتمام من قبل المؤسسات الإسلامية المالية العالمية بتطبيق الممارسات المالية المتوافقة مع

أحكام الشريعة الإسلامية، فقد شهدت أدوات التمويل الإسلامي طلباً هائلاً ونمواً غير مسبوق خلال السنوات

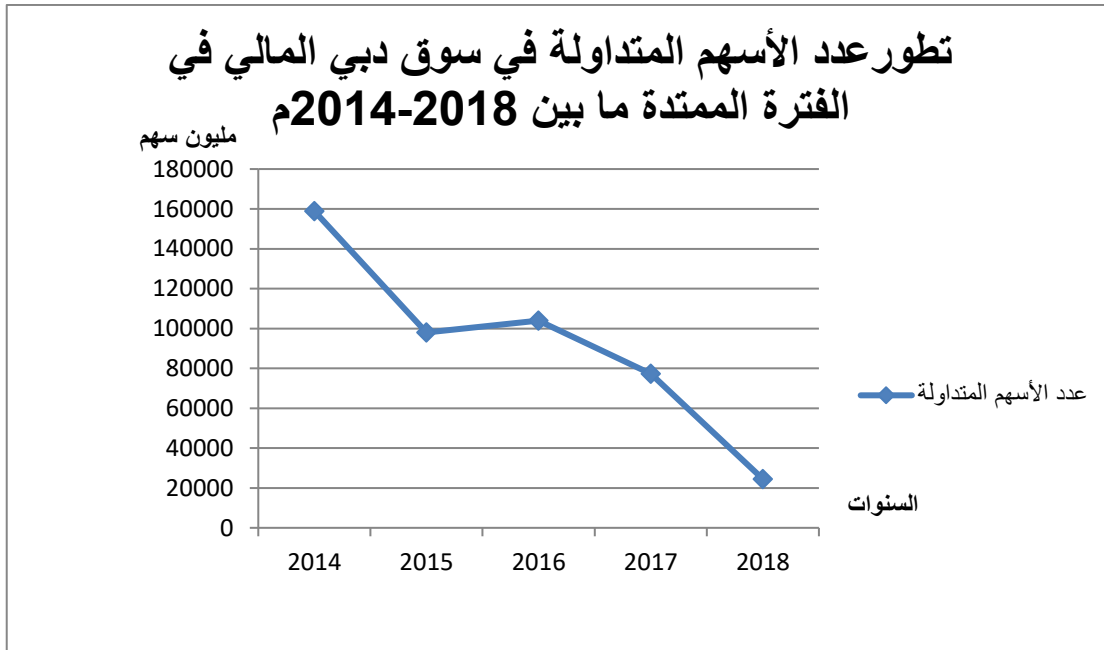
القليلة الماضية يزيد على ضعف نمو النظام المصرفي التقليدي، وبلغت أصول قطاع التمويل الإسلامي

خلال العام 2014م حوالي 1.8 تريليون دولار أمريكي، كما استأثر قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية وفقاً

لمؤشر تومسون رويترز * للتنمية المالية الإسلامية (IFDI) لعام 2015م منها على نسبة 74% بينما استحوذت الصكوك على 16%. علما أن القطاع المصرفي الإماراتي يضم 60 بنكا: "52 منها بنكا تقليديا و8 منها عبارة عن بنوك إسلامية" حيث تبلغ حصة البنوك الإسلامية من إجمالي الأصول* 20.3%، وهذا حسب المؤشرات المصرفية بدولة الإمارات العربية المتحدة المقدمة من طرف مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي في 31 ديسمبر 2018م.¹

➤ تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)

يمكن تلخيص تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة ما بين: (2014-2018م) في الشكل التالي:
الشكل رقم: (3-6) تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الملخص السنوي لصندوق النقد العربي، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://www.amf.org.ae/sites/default/files/history/prv_yearly_summary.htm

* رويترز: هي وكالة أنباء عالمية لجمع المعلومات المتخصصة للمحترفين في قطاع خدمات المال والإعلام والأسواق العالمية المختلفة، ولديها ما يقارب 200 موقع حول العالم، حتى عام 2008م، شكلت وكالة رويترز جزءا من شركة مستقلة، هي مجموعة رويترز، التي كانت أيضا مزودا لبيانات السوق المالية، منذ استحوذت شركة تومسون على مجموعة رويترز البريطانية في أبريل 2008م، أصبحت وكالة رويترز جزءا من تومسون رويترز، التي تشكل القسم الإعلامي، وأدرجت أسهمها في كل من مؤشر فوتسي 100 البريطاني، وبورصة تورونتو الكندية، وتقل رويترز الأخبار بعدة لغات، يعتبر البعض أن المعلومات التي تقدمها رويترز عالية الموثوقية، ويبني عليها العديد من متخذي القرارات في العالم قراراتهم.

* إجمالي الأصول=إجمالي الأصول في الميزانية العمومية - (رأس المال و الاحتياطات +جميع المخصصات +إعادة التمويل).

¹ المؤشرات المصرفية بدولة الإمارات العربية المتحدة، مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، مارس 2019م، ص: 02، متوفر على الموقع

الإلكتروني: <https://centralbank.ae/ar/monthly-statistics/>

بمجرد انخفاض القيمة المتداولة سيكون في المقابل انخفاض في عدد الأسهم المتداولة على العموم في نفس الفترة، بالرغم من الارتفاع الذي عرفه عام 2016م بـ 103912.45 مليون سهم، ثم تواصل في الانخفاض ليصل عدد الأسهم المتداولة إلى: 24492.67 مليون سهم في عام 2018م. وهذا بسبب تراجع حجم التداولات اليومية بسوق الإمارات للأوراق المالية إلى 652.46 مليون درهم إماراتي عام 2017م "متوسط حجم التداول اليومي بسوق دبي المالي بلغ 460.1 مليون درهم إماراتي بعد أن كان 730.0 مليون درهم إماراتي عام 2016م بنسبة تراجع بلغت 11.9% حسب ما جاء في التقرير الاقتصادي السنوي لعام 2018م لوزارة اقتصاد الإمارات العربية المتحدة¹، وثمة مجال كبير للنمو في الاقتصاد الإسلامي، إذ تم استثمار 745 مليون دولار أمريكي فقط في الأسهم الخاصة خلال السنوات الثلاث الماضية "2015-2017م"، وهي أقل بكثير تقريبا من 595 مليار دولار أمريكي من الاستثمارات العالمية في الأسهم الخاصة ورأس المال الاستثماري في عام 2017م²، كما هو موضح في الشكل رقم: (6-3)

➤ تطور القيمة السوقية في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)

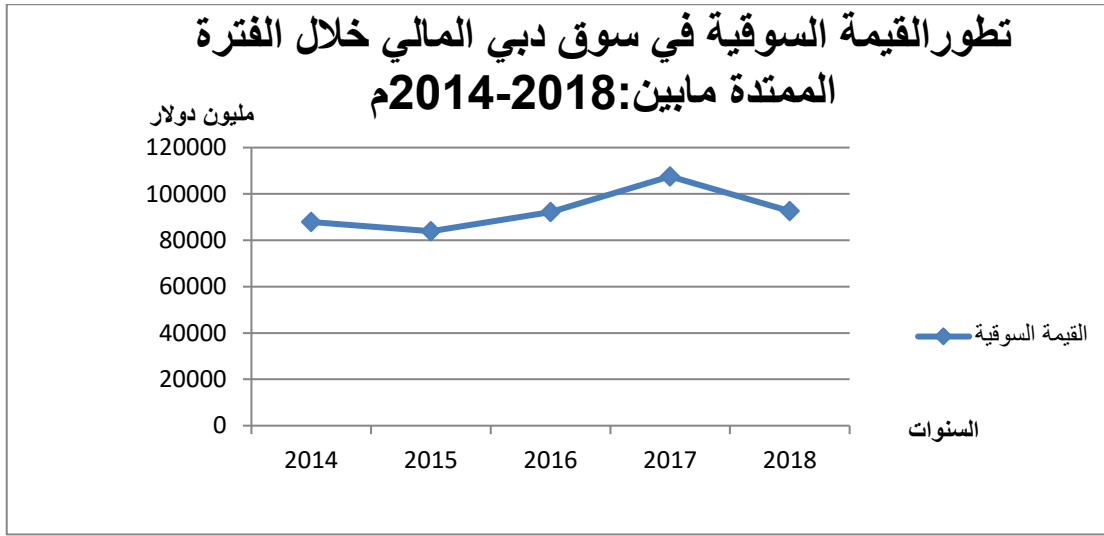
يمكن تلخيص تطور القيمة السوقية في السوق المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م) في الشكل التالي:

¹ التقرير الاقتصادي السنوي 2018م، وزارة اقتصاد الإمارات العربية المتحدة، ص: 45، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.economy.gov.ae/arabic/Knowledge-Section/Pages/Economical-Reports.aspx>

² مصطفى عبد العظيم، مقال بعنوان: الإمارات الأولى عالميا في 5 قطاعات للاقتصاد الإسلامي، صحيفة الاتحاد، تاريخ النشر: 29 أكتوبر 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني:

الإمارات-الأولى-عالميا-في-5-قطاعات-للاقتصاد-الإسلامي/71557/2018، <http://www.alittihad.ae/article/71557/2018>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/18م، على الساعة: 05:36.

الشكل رقم: (3-7) تطور القيمة السوقية في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الملخص السنوي لصندوق النقد العربي، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://www.amf.org.ae/sites/default/files/history/prv_yearly_summary.htm

عند الاطلاع على الشكل رقم: (3-7) نلاحظ تذبذباً في القيمة السوقية التي عرفها سوق دبي المالي في الفترة الممتدة ما بين: (2014-2018م) بين الصعود والهبوط، حيث عرفت ارتفاعاً خلال السنوات ما بين 2014-2017م أي بقيمة: 87863.73 مليون دولار أمريكي في عام 2014م و 107563 مليون دولار أمريكي في عام 2017م ثم تراجعت القيمة السوقية في عام 2018م وأصبحت: 92610.99 مليون دولار أمريكي.

حيث انخفض أداء مؤشرات الأسواق المالية المحلية ضمن عدد من الأسواق الخليجية خلال العام 2017م من جراء سيطرة حالة من الحذر والقلق على تعاملات المستثمرين نتيجة التوترات الجيوسياسية التي تشهدها المنطقة والعالم وانخفاض عمليات الشراء وغياب الاستثمار المؤسسي والمحفزات الإيجابية، وتراجع مستويات السيولة، مما ساهم في تراجع مؤشر سوق دبي المالي بنسبة (-4.55%)¹، فيما بلغت نسبة التراجع السنوي في سوق أبو ظبي لأوراق المالية نحو (-3.25%) وهي الأقل من بين كافة الأسواق الخليجية، على الرغم من تطور عدد الشركات المقيدة لدى هيئة الأوراق المالية والسلع والمدرجة بأسواق المال بالدولة من 126 شركة عام 2016م إلى 130 شركة عام 2017م " منها 66 شركة بسوق أبو ظبي للأوراق المالية والتي تمثل 50.8% من الشركات المدرجة بأسواق المال بالدولة و 64 شركة بسوق دبي المالي والتي تمثل 49.2% من إجمالي عدد الشركات المدرجة بأسواق المال بالدولة " بنسبة نمو بلغت 3.2%.

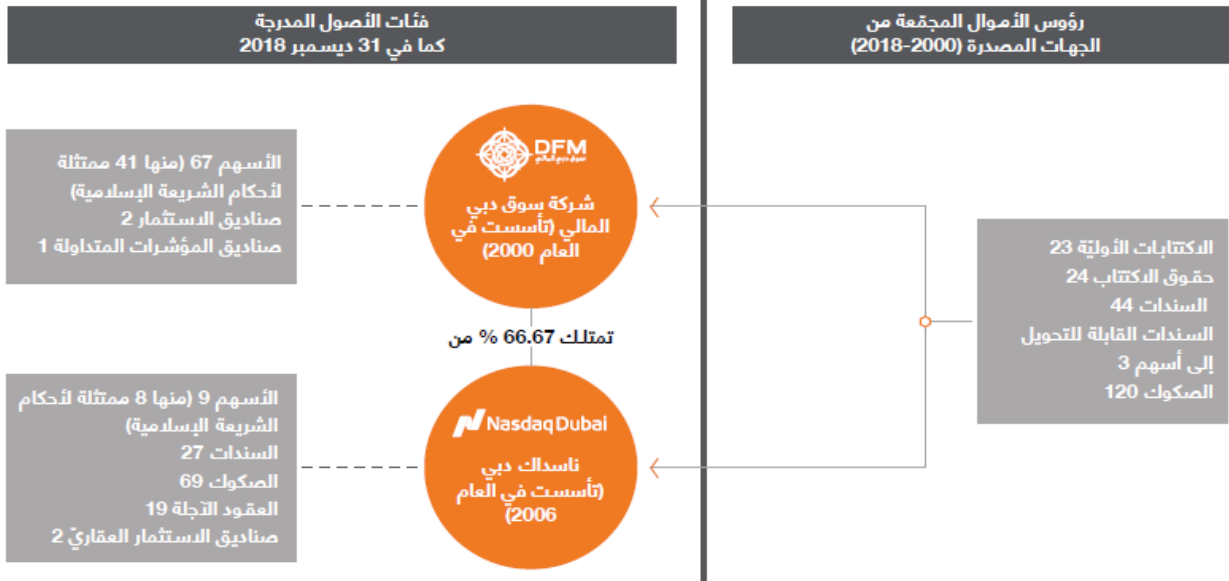
ثانياً: الأداء التشغيلي لشركة سوق دبي المالي

يمكن ترجمة الأداء التشغيلي لشركة سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)

في الشكل التالي:

¹ التقرير الاقتصادي السنوي 2018م، مرجع سابق، ص: 44.

الشكل رقم: (3-8) توزيع رؤوس الأموال المجمعة من الجهات المصدرة في الفترة ما بين: (2000-2018م) وفئات الأصول المدرجة كما في 31 ديسمبر 2018م



المصدر: التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي 2018 متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/dfm-investor-relations/reports-and-presentations>

إن الشكل رقم: (3-8) يفصل لنا في :

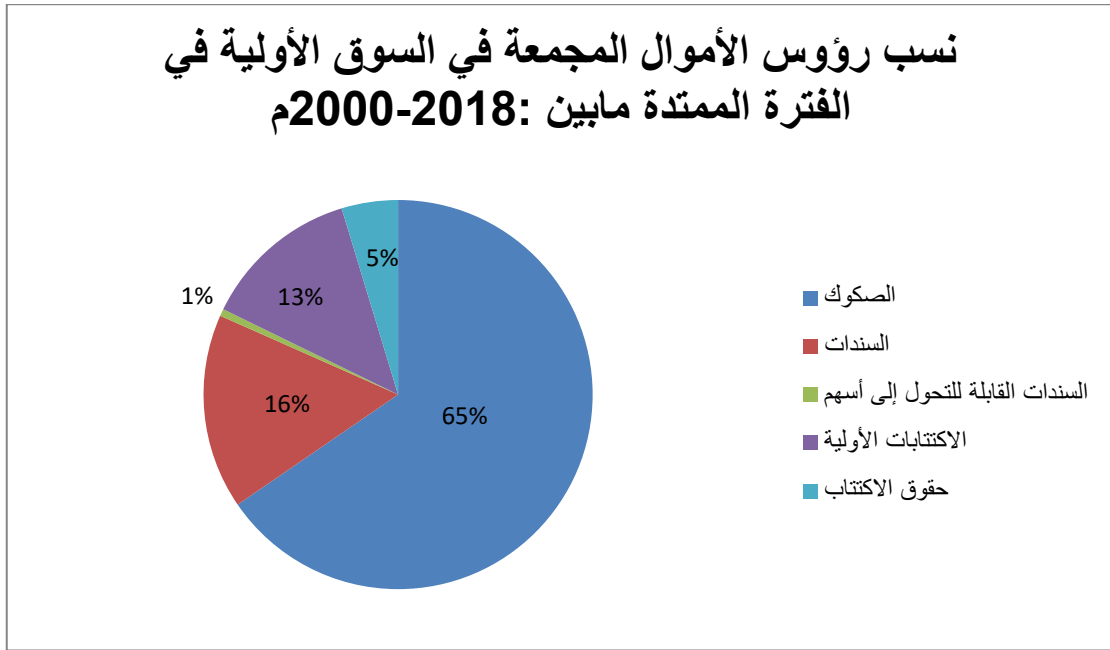
كيفية توزيع رؤوس الأموال المجمعة من الجهات المصدرة في الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م) على كل من سوق دبي المالي وناسداك دبي، والتي فاقت 512 مليار درهم إماراتي. وكذا فئات الأصول المدرجة كما في 31 ديسمبر 2018م في كل من سوقي دبي المالي وناسداك دبي. حيث فاقت القيمة السوقية للأصول المدرجة في السوقين 727 مليار درهم إماراتي.¹

✓ رؤوس الأموال المجمعة في السوق الأولية في الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م) ويمكن تمثيلها في الشكل التالي:

¹ التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي لعام 2018م، سوق دبي المالي، 2018م، ص: 18، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://www.dfm.ae/ar/dfm-investor-relations/reports-and-presentations>

الشكل رقم: (3-9) نسب رؤوس الأموال المجمعة في السوق الأولية في الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي 2018م،

متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/dfm-investor-relations/reports-and-presentations>

من خلال الشكل رقم: (3-9) والذي يمثل نسب رؤوس الأموال المجمعة في السوق الأولية في الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)، من الواضح أن الصكوك كان لها النصيب الأكبر حيث احتلت نسبة 65% أي حوالي 335 مليار درهم إماراتي من إجمالي الأصول المجمعة في سوق الإصدار، والتي تفوق 512 مليار درهم إماراتي كما ذكر سابقاً.

وهذا راجع إلى مجموعة من الأسباب:

ريادة الإمارات العربية المتحدة في إصدارات الصكوك بمنطقة الشرق الأوسط خلال الفترة الممتدة ما بين: (1996-2012م) بقيمة إصدارات بلغت نحو: 91.75 مليار درهم إماراتي " 25 مليار دولار أمريكي"، وأتفق الخبراء والمختصين على أن أداء دولة الإمارات العربية المتحدة في هذا الشأن يجعلها مرشحة قويا لقيادة سوق الصكوك على الصعيد العالمي، ومن جهة أخرى بدأت الكثير من الجهات بالاعتماد على سوق الأوراق المالية الإسلامية كمصدر من مصادر التمويل، مما أدى إلى إقبال واسع من المؤسسات التقليدية على الأوراق المالية الإسلامية بهدف زيادة العائد وتنويع الاستثمار.

وتعتبر الصكوك من أبرز أدوات التمويل طويل الأجل " المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية " التي تساهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى، وخاصة مشاريع البنية التحتية، وهي تقابل السندات في أدوات التمويل التقليدي، ومنذ الأزمة المالية العالمية في العام 2008م تزايد الإقبال العالمي على إصدار

الصكوك بشكل ملحوظ¹، وارتفعت من 20 مليار دولار أمريكي عام 2008م إلى حوالي 35 مليار دولار أمريكي عام 2009م (زيادة 75%)، وإلى 44.7 مليار دولار أمريكي عام 2010م (زيادة 29%)، لتبلغ 85 مليار دولار أمريكي في العام 2011م (زيادة 90%)، و138 مليار دولار أمريكي بنهاية العام 2012م (زيادة 64.3%)، فقد بلغ إجمالي الإصدارات العالمية منها خلال الفترة الممتدة ما بين: 1996-2012م حوالي: 426 مليار دولار أمريكي، و117 مليار دولار أمريكي عام 2013م، وحوالي: 119 مليار دولار أمريكي بنهاية العام 2014م. وبحسب مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ماليزيا، انخفض حجم إصدار الصكوك إلى حوالي: 34.5 مليار دولار أمريكي بنهاية عام 2015م.²

كما ارتفع حجم الصكوك القائمة من 270 مليار دولار أمريكي في عام 2013م إلى 295 مليار دولار أمريكي في عام 2014م، وهو ما يمثل أكثر من ربع سوق السندات الدولية و16.3% من الأصول الإسلامية في العالم.

وقارة آسيا هي السوق الأكبر والأكثر نمواً للصكوك، حيث لا تزال ماليزيا تهيمن على إصدارات الصكوك العالمية. وبحسب تقرير "مجلس الخدمات المالية الإسلامية"، استحوذت ماليزيا على 42.3% من الحصة العالمية لإصدارات الصكوك حتى نهاية الفصل الأول من عام 2015م، تلتها الإمارات (18.2%)، فالبحرين (14.2%)، فاندونيسيا (14.1%)، فالسعودية (5.3%)، فتركيا (5%)، فبروناي (0.8%)، فبنغلاديش (0.1%)، فغامبيا (0.05%)³.

✓ فئات الأصول المدرجة في السوق الثانوية كما في 31 ديسمبر 2018م

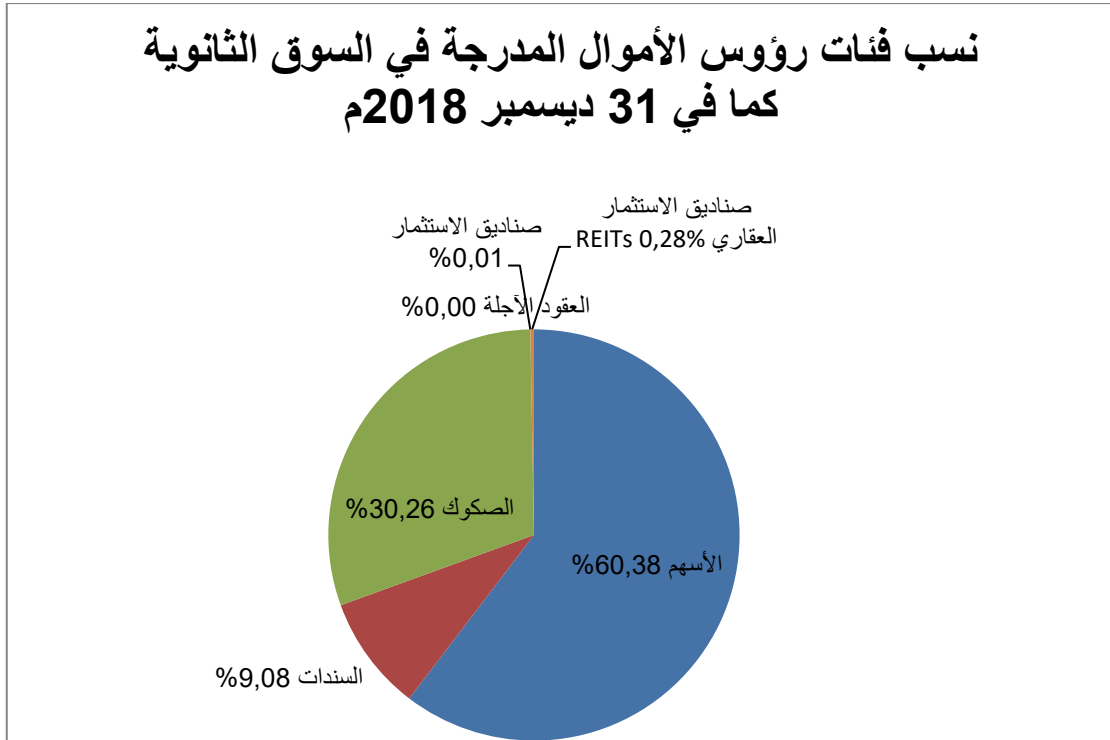
ويمكن تمثيلها في الشكل التالي :

¹ أحمد ماجد السيد عيد ، دراسة قطاع الاقتصاد الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2016، ص: 10

² بحث حول: تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، اتحاد المصارف العربية، تاريخ النشر: 21 أبريل 2016م، ص: 01، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.uabonline.org/ar/research/financial/1608161016/35084/0> ، تاريخ الاطلاع: 2019/05/01م على الساعة: 14:05.

³ بحث حول: تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، مرجع سابق، ص: 02.

الشكل رقم: (3-10) نسب فئات الأصول المدرجة في السوق الثانوية كما في 31 ديسمبر 2018م



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.dfm.ae/ar/dfm-investor-relations/reports-and-presentations>

إن أغلب فئات الأصول المدرجة في سوق التداول كما في 31 ديسمبر 2018م مكونة من الأسهم، وهذه السيطرة تعود إلى:

وجود فجوة بين العرض والطلب على المنتجات الإسلامية، حيث أن ما هو مدرج من صكوك في السوق من خلال ناسداك دبي لا يغطي الطلب المتزايد عليها لهذا يتوجه المستثمرون بأموالهم إلى سوق الأسهم وخصوصاً تلك التي تكون ممتثلة لأحكام الشريعة الإسلامية، علماً أن: " سوق دبي المالي DFM يستحوذ على 66.67% من حقوق ملكية ناسداك دبي، والتي كانت أغلب إدراجاتها أسهماً " كما هو موضح في الشكل رقم: (3-1)، وهذا التوجه أصله أن الاقتصاد الإسلامي يعد قطاعاً آمناً، ويؤكد ذلك استقراره إبان الأزمة الاقتصادية العالمية عام 2008م التي نجم عنها تحديات ألفت بظلالها وانعكاساتها السلبية على معظم دول العالم وبات يشكل ضرورة للخروج من الأزمات الاقتصادية المتواصلة وضماناً لعدم تجددتها مستقبلاً.¹

فالإقتصاد الإسلامي فيعتمد على مفاهيم من شأنها أن ترسخ للاستقرار الاقتصادي وتحقق الاستدامة الاقتصادية والمالية، مثل مراعاة العدالة الاجتماعية وتحقيق تكافؤ الفرص لجميع المشاركين في العملية الاقتصادية، وتجنب الأنشطة المشبوهة التي تتطوي على المقامرة والمضاربة و..... إلخ، حيث بلغ حجم

¹ بحث حول: تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، مرجع سابق، ص: 03.

الأصول المتوافقة مع الشريعة حوالي 2.1 تريليون دولار أمريكي في عام 2015م بحسب تقديرات وكالة ستاندر أند بورز لخدمات التصنيف الائتماني، أما في عام 2014 م فقد بلغ حجم تلك الأصول حوالي 1.81 تريليون دولار أمريكي بزيادة 9.7% عن العام 2013م حيث بلغ حجم الأصول فيها حوالي 1.65 تريليون دولار أمريكي، ويرجع ارتفاع الأصول المتوافقة مع الشريعة في عام 2014م إلى نمو أصول المصارف الإسلامية وصناعة التأمين الإسلامي (أو التكافل)، والتي نمت بنسبة 12% و 10% على التوالي، بينما سجلت الصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية نمواً بنسبة 6% و 7% على التوالي. وبذلك، شكلت الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حوالي 1.3% من إجمالي الأصول المالية العالمية، وتشكل المصارف الإسلامية الجزء الأهم والأكبر من النظام المالي الإسلامي، حيث بلغت أصول هذه المصارف حوالي 1,346 مليار دولار أمريكي في عام 2014م، تليها الصكوك والتي بلغت 295 مليار دولار أمريكي، ثم صناديق الاستثمار الإسلامية (56 مليار دولار أمريكي)، وأخيراً صناعة التأمين الإسلامي (أو التكافل) (حوالي 33 مليار دولار أمريكي)، وذلك بحسب تقرير صادر عن تومسون رويترز.¹

وفي إطار دعم التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية تمكنت دبي من أن تصبح ثالث أكبر مركز عالمي للصكوك في أعقاب إدراج حكومة دبي عام 2014م صكوكاً بقيمة 2.8 مليار درهم إماراتي وإعلان حكومة هونغ كونغ عن مخطط لإدراج أول صكوكها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بقيمة مليار دولار أمريكي " 3.67 مليار درهم إماراتي " في بورصة ناسداك دبي بمركز دبي المالي العالمي، وبفضل ازدهار القطاعات الصناعية في منطقة الخليج العربي وجنوب شرق آسيا، فإن قطاع التمويل الإسلامي يشهد نمواً مطرداً.²

الفرع الثاني: مكانة الصكوك مقارنة بالسندات

في الفترة الممتدة ما بين: (2015-2018م) كانت الإصدارات المحلية وفقاً لهيئة الأوراق المالية والسلع موزعة بين صكوك وسندات، حيث أنه من بين 10 إصدارات محلية توجد: (7) إصدارات للصكوك، والتي فاقت قيمتها الإجمالية: 17141 مليون درهم إماراتي وشكلت فيها الصكوك المصدرة من قبل البنوك الإسلامية الحجم الأكبر، أما إصدارات السندات فلم تتجاوز قيمتها حوالي 1948 مليون درهم إماراتي وكانت لصالح بنوك ومؤسسات مالية، كما هو موضح في الجدول رقم: (3-1).

¹ بحث حول: تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، مرجع سابق، ص: 03.

² أحمد ماجد السيد عيد، مرجع سابق، ص: 10.

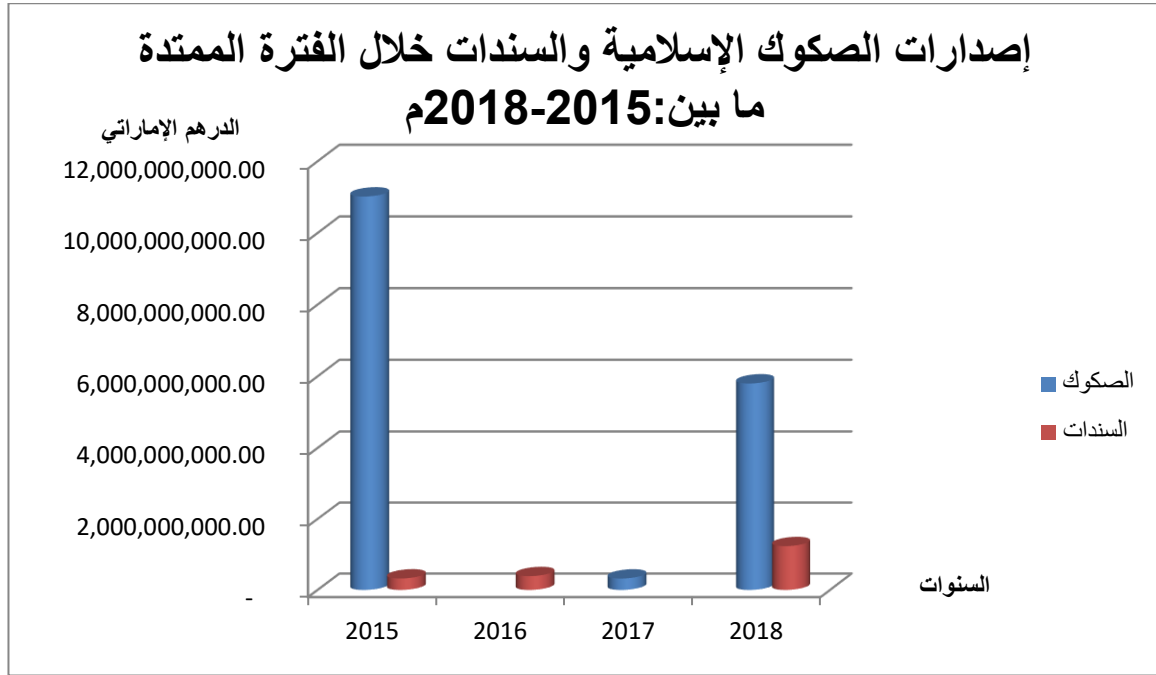
الجدول رقم: (1-3) إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات في الفترة الممتدة ما بين (2015-2018م)

السنوات	حجم الإصدار*		نوع الصكوك	نوع السندات	اسم الشركة المصدرة	
	صكوك	سندات			لصكوك	للسندات
2015	11 017 800 092,70	323 305 785,00	صكوك غير قابلة للتحويل	سندات قابلة للتحويل	مصرف أبو ظبي الإسلامي	بنك أبو ظبي الوطني
2016		390 000 000,00		سندات إلزامية التحويل إلى أسهم		شركة أبو ظبي الوطنية للتأمين
2017	266 805 000,00		صكوك قابلة للتحويل		مصرف الشارقة الإسلامي	
	55 295 795,00		صكوك قابلة للتحويل		شركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية	
2018	2 754 750 000,00		صكوك غير قابلة للتحويل إلى أسهم		مصرف أبو ظبي الإسلامي	
	1 946 690 000,00		صكوك غير قابلة للتحويل إلى أسهم		شركة دانة غاز	
	1 000 000 000,00		صكوك غير قابلة للتحويل إلى أسهم		شركة الإتحاد العقارية	
		1 235 000 000,00		سندات قابلة للتحويل إلى أسهم		شركة دي أكس بي أنترتينمنتس
	100 000 000,00		صكوك إلزامية التحويل إلى أسهم		شركة الخليج للملاحة القابضة	

* بالدرهم الإماراتي

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على التقارير السنوية: 2015-2016-2017-2018 لهيئة الأوراق المالية والسلع (SCA)، متوفرة على الموقع الإلكتروني: <https://www.sca.gov.ae/Arabic/Opedata/Pages/AnnualReports.aspx>

الشكل رقم: (3-11) إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات خلال الفترة الممتدة ما بين: (2015-2018م)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الجدول رقم: (3-1).

ولقراءة أشمل لسوق الصكوك من خلال الجدول رقم: (3-1) والشكل رقم: (3-11) من الواضح جيداً أن إصدارات الصكوك قد طغت على إصدارات السندات، وبشكل بارز في العامين 2015م و2018م وهذا بسبب مجموعة من العوامل نذكر منها:

هناك تزايد ملحوظ في قيمة إصدارات الشركات والبنوك الإماراتية من الصكوك خلال الربع الأول من العام 2018م، حيث أصبحت أداة أكثر جاذبية لتنويع وسائل التمويل وينظر إليها كمصدر رئيس لتزويدها بالائتمان بدلاً من التسهيلات المصرفية التقليدية لجذب المزيد من السيولة لتعزيز التوسعات المستقبلية.

ووفق رصد ل: «البيان الاقتصادي» تصدر بنك دبي الإسلامي المرتبة الأولى بحجم صكوك بلغ مليار دولار أمريكي استحوذ بها على 26.6% من جملة الصكوك المصدرة في الربع الأول من عام 2018م، وكان البنك أعلن في فيفري 2018م أن الإصدار الذي يصل استحقاقه إلى 5 سنوات ينتهي في 2023م، ضمن برنامج الصكوك البالغ 5 مليار دولار أمريكي، ويحمل معدل ربح 3.625%، وهو أول صفقة صكوك كبرى مقومة بالدولار الأميركي في دول مجلس التعاون الخليجي في عام 2018م، لتعيد فتح باب أسواق التمويل ورأس المال المؤسسي الإقليمية، تماماً كما حصل في عام 2017م.¹

كما جمعت "طيران الإمارات" تمويلاً من إصدار صكوك قيمتها 600 مليون دولار أمريكي بصيغة إطفاء على مدى 10 سنوات مع استحقاق قانوني في مارس 2028م، وسوف تستخدم طيران الإمارات حصيلة الإصدار لأغراض عامة بما في ذلك تمويل شراء الطائرات ورأسمالها العامل وأشغال التوسعة...

¹ مقال بعنوان : تطوير سوق الصكوك وزيادة إدراجها في دبي، تاريخ النشر: 25 أبريل 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني :

<https://www.zawya.com/uae/ar/story-ZAWYA20180425033615/>، تاريخ الاطلاع: 18/05/2019م، على الساعة: 16:18.

وأصدرت شركة داماك العقارية صكوكاً بقيمة 400 مليون دولار أمريكي لأجل 5 سنوات، ومصرف الشارقة الإسلامي بقيمة 500 مليون دولار أمريكي، وأرجع إقبال الشركات على إصدارات الصكوك إلى 3 أسباب رئيسية:

- الحصول على تمويل طويل الأجل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية
- تنوع مصادر التمويل إضافة إلى القروض البنكية
- جذب تمويل أرخص في مقابل تمويلات المصارف.

وكان الإصدار السيادي الوحيد من الصكوك في دولة الإمارات خلال الربع الأول من عام 2018م حينما طرحت حكومة الشارقة، صكوكاً بقيمة مليار دولار أمريكي، على مدى عشر سنوات بخطوة تعكس الوضع المالي والاقتصادي المتين والمستقر للإمارة، وثقة المستثمرين بها ضمن أكبر صفقة من الإمارة بأسواق الدين، وهو أول إصدار لصكوك سيادية تشهدها الأسواق العالمية إقليمياً¹.

وقال نادي البرغوثي، رئيس خدمات إدارة الأصول في « بنك الإمارات للاستثمار»: إن هناك توجهاً عاماً من جانب الشركات والبنوك في منطقة مجلس التعاون الخليجي ولا سيما في الإمارات نحو الاقتراض عن طريق الصكوك وخاصة بعد قيام عدد من حكومات المنطقة بإصدارات سيادية على مدار العامين الماضيين الأمر الذي شجع الشركات بقوة نحو هذا الاتجاه، "وهذا ما أكده محيي الدين قرنفل مدير الاستثمار في الصكوك العالمية وأدوات الدخل لدى فرانكلين تمبلتون للاستثمار (الشرق الأوسط) الذي اعتبر أن الصكوك تجذب طلباً أكبر مقارنة بالسندات وخصوصاً في منطقة الخليج ولا سيما في ظل وجود نسبة كبيرة من الودائع الإسلامية وأصول البنوك الإسلامية والشركات العاملة في الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة". وأوضح أن الصكوك تُعد أداة تمويل وتمثل ملكية المشروع الذي أصدرت من أجله مضيفاً إنها أصبحت جاذبة للمستثمرين التقليديين وخاصة أنها تحقق عائداً معقولة تتناسب مع المخاطر².

المطلب الثالث: تحليل هياكل الصكوك والإصدار والاستثمار في الإمارات العربية المتحدة

ويتضمن هذا المطلب تحليل هياكل الصكوك، وتحليل إصدارات الصكوك، وكذا استثمارات الصكوك.

الفرع الأول: تحليل هياكل الصكوك

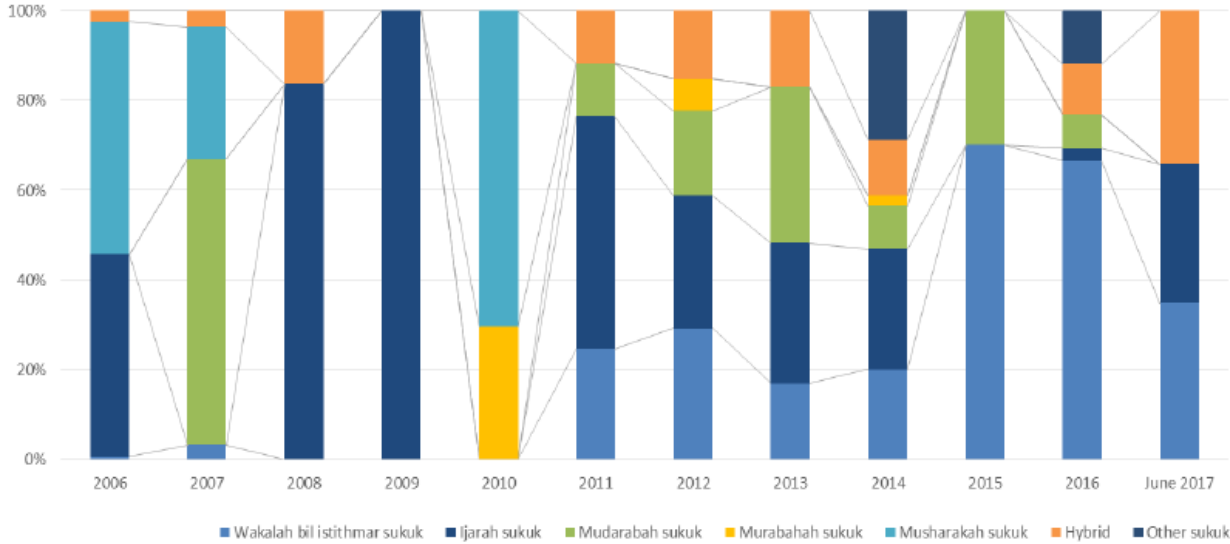
نظراً لأن الإمارات العربية المتحدة ليس لديها أي سلطة شرعية مركزية (كما في ديسمبر 2017م)، فإن المصدرين السياديين والشركات لديهم الحرية في الاختيار من بين مجموعة من عقود الشريعة المعتمدة التي حددتها الهيئة (AAOIFI) في معاييرها "المعيار الشرعي رقم 17 بشأن صكوك الاستثمار لتطوير هياكلها"،

¹ مقال بعنوان: تطوير سوق الصكوك وزيادة إدراجها في دبي، مرجع سابق.

² عمرو عادل، مقال بعنوان: الإمارات لاعب رئيس في إصدارات الصكوك عالمياً، صحيفة البيان الاقتصادي، تاريخ النشر: 22 أبريل 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2018-04-22-1.3244178> ، تاريخ الاطلاع:

2019/05/01م، على الساعة: 11:58 .

بينما أصدرت الحكومات مزيجًا من صكوك الإجارة وصكوك الوكالة بالاستثمار، وصارت للشركات هياكل أكثر تنوعًا¹، كما هو موضح في الشكل رقم: (3-12)
 الشكل رقم: (3-12) إصدارات صكوك الشركات في الإمارات العربية المتحدة حسب نوع العقد الشرعي خلال الفترة الممتدة ما بين: (2006 - جوان 2017م).



Source : The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :105.

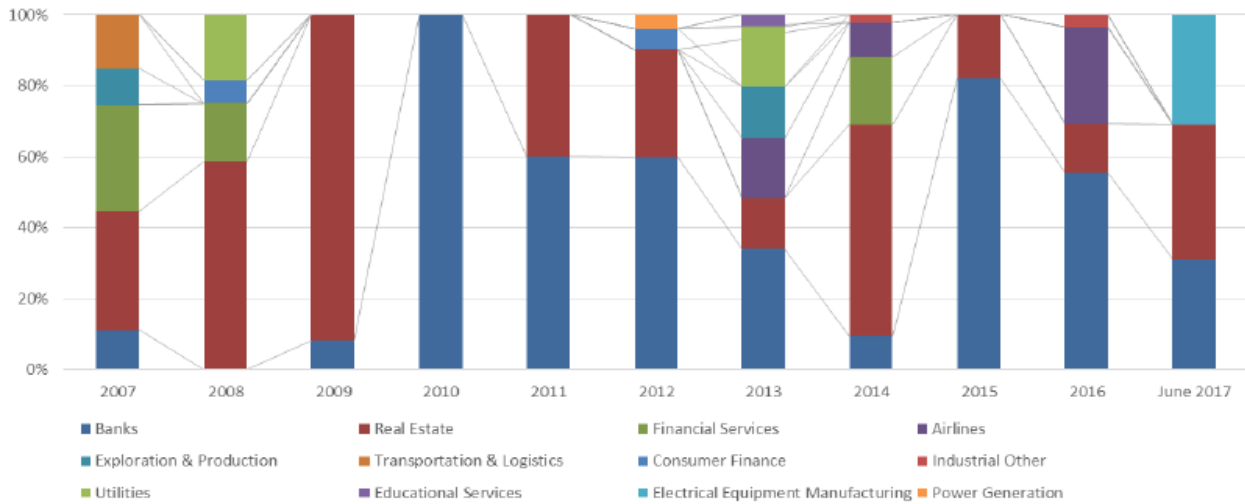
الفرع الثاني: تحليل إصدارات الصكوك - العرض (جانبا البيع)

هيمن نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة بشكل أساسي على سعي الجهات الفاعلة في السوق إلى تنويع محافظها الاستثمارية والتمويلية، وتمثل إصدارات الصكوك من القطاع الخاص، والتي تشمل الحكومات GRES وغيرها من الشركات الجزء الأكبر من إصدار الصكوك في الإمارات العربية المتحدة، حيث تسيطر البنوك والشركات العقارية على السوق²، كما هو موضح في الشكل رقم: (3-13) وقد ساهمت في هذا الاتجاه الحاجة إلى تعزيز هيكل رأس المال للمصارف الإسلامية والامتثال لمتطلبات بازل 3 وكذلك مشاريع البنية التحتية العديدة التي قامت بها حكومة دبي.

¹Idem, p:104,105.

² Op.Cit, p: 106.

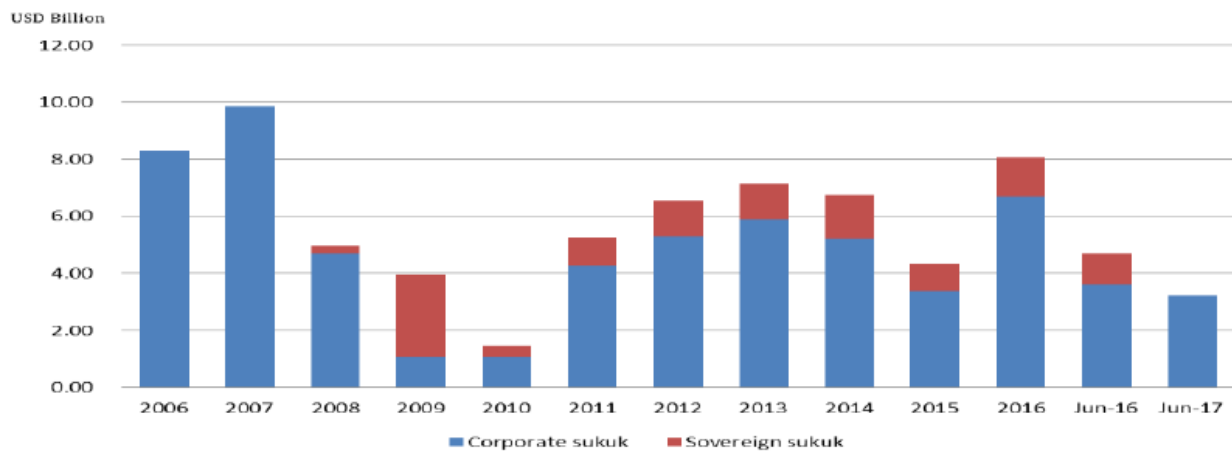
الشكل رقم: (3-13) إصدارات صكوك الشركات في الإمارات حسب القطاع خلال الفترة الممتدة ما بين: (2007 - جوان 2017م)



Source : The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :106.

احتلت الصكوك السيادية حيزاً صغيراً من الإصدارات (أو 11.94 مليار دولار أمريكي) ما بين عام 2006 ونهاية جوان 2017م. ويوضح الشكل رقم: (3-14) عدد الإصدارات السيادية مقارنة بإصدارات القطاع الخاص، وقد تجاوز الإصدار السيادي إصدار الشركات في عام 2009م بشكل واضح. " لم تصدر حكومة أبوظبي، على وجه الخصوص، أي صكوك سيادية، ولكنها بدلاً من ذلك قامت بجمع التمويل من خلال سلسلة من السندات التقليدية، لتمويل العجز في ميزانيتها وسط اضطراب أسعار النفط، كما أشير سابقاً".¹

الشكل رقم: (3-14) إصدارات صكوك دولة الإمارات العربية المتحدة مقابل إصدارات صكوك الشركات خلال الفترة الممتدة ما بين: (2006 - جوان 2017م)



Source : The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :107.

¹Ibidem, p: 106.

تتميز الصكوك السيادية وصكوك الشركات في دولة الإمارات بأن معظمها يستحق في 5 سنوات، حتى الآن فإن أطول فترة لإصدار الصكوك هي: 10 سنوات، ومعظمها صادرة عن حكومة دبي لتمويل توسعها كعاصمة عالمية للاقتصاد الإسلامي.

وفي إصدارات الشركات: عرضت شركة طيران الإمارات سلسلتين من الصكوك مدتها 10 سنوات في عام 2013م صكوك مجول (Medjol sukuk) وفي عام 2015م صكوك خضراوي (Khadrawy sukuk)، لتمويل توسيع مقرها وشراء الطائرات.

هيمن على سوق ديون الإمارات العربية المتحدة الإصدارات الدولية بالدولار الأمريكي، وعلى هذا النحو فإن سوق الصكوك المحلية "LCY" (Local Currency) محدود للغاية، مما يسبب الاعتماد المفرط على المستثمرين العالميين، ومع ذلك يمكن أن تتلشى رغبة المستثمرين الأجانب في الإمارات العربية المتحدة إذا وجدوا فرصاً استثمارية أكثر جاذبية في أي مكان آخر، أو إذا كان هناك وضع يشبه وضع الاقتصاد الكلي في بلدانهم الأصلية.

كما أفاد مؤشر التنمية المالية الإسلامية الصادر عن ICD-Thomson Reuters (2012-2017م) أن 21٪ فقط من إصدارات الصكوك كانت محلية بينما تم إصدار الـ: 79٪ الباقية دوليًا.¹

الفرع الثالث: تحليل استثمارات الصكوك - الطلب (جانب الشراء)

وفقاً لتقرير مركز دبي لتطوير الاقتصاد الإسلامي لعام 2017م: تعد دبي الموقع الرائد في العالم لقوائم الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي، والتي يتم تقديمها من قبل سوق دبي المالي وناسداك دبي من خلال منصة تداول واحدة. كما في نهاية أكتوبر 2017 م، حيث استضاف كلا السوقيين حوالي 75 صكاً مدرجاً. كما صرح نفس المركز في تقريره لعام 2017م، أن ناسداك دبي تخطط لإقامة مركز صكوك عالمي، والذي من المتوقع أن يواصل تطوير صناعة الصكوك في دبي، ومع تأسيس هذا المركز سيتم طرح المزيد من العروض الجديدة بما في ذلك صكوك التجزئة، في حين سيتم توفير سوق صكوك ثانوية للشركات الصغيرة والمتوسطة، وبسبب انتشار سندات الدين المقومة بالدولار الأمريكي في الإمارات العربية المتحدة، فإن الطلب على أدوات الدخل الثابت مدفوع في الغالب بالمؤسسات المالية وشركات إدارة الصناديق.

إن الاستثمار في الصكوك من قبل المستثمرين المؤسساتيين الرئيسيين الآخرين مثل: صناديق التقاعد أو شركات التأمين/التكافل هو محدود للغاية، وربما يرجع ذلك إلى عدم وجود صكوك طويلة الأجل، نظام الإعفاء الضريبي الإماراتي والذي يخلق مجالاً مستويًا بين الدين ومنتجات الأسهم، وندرة الصكوك المحلية. إن أكبر صندوق للثروة السيادية في الإمارات العربية المتحدة أي هيئة أبو ظبي للاستثمار (ADIA)، والتي يمكن أن تكون حافزاً لنمو إدارة الاستثمار مثل ما تفعله الخزانة الوطنية الماليزية لم تستغل السوق المحلية، وبدلاً من ذلك تدير هيئة أبو ظبي للاستثمار محفظة استثمارية عالمية متنوعة تتألف من فئات أصول مختلفة.²

¹Idem, p:107.

²Ibidem, p: 108.

المبحث الرابع: واقع وآفاق سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين: (2000-2018م)

وفي ظل الظروف السابقة الذكر سيتم تحديد العوامل المساعدة لسوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة، بالإضافة إلى عوامل نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة.

المطلب الأول: العوامل المساعدة لسوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة

من خلال الاستفادة من البنية التحتية لمركز دبي المالي العالمي كمركز مالي رائد في الشرق الأوسط، تمكنت الإمارات العربية المتحدة - وخاصة حكومة دبي - من جذب العديد من المستثمرين الأجانب في جميع أنحاء العالم فالمادة: 121 من دستور الإمارات العربية المتحدة تمكن الاتحاد من إنشاء مناطق مالية حرة في الإمارات واستبعاد تطبيق بعض القوانين الاتحادية التي تستند إلى القانون المدني في المركز. لقد أنشأت مجموعة من القوانين مركز دبي المالي العالمي، هيئته المالية الخاصة، وسلطة دبي للخدمات المالية (DFSA) وغيرها من الهيئات الضرورية، وتحدد القوانين الأهداف والسلطات ووظائف الهيئات المركزية، وتحتوي أيضًا على إعفاءات ومحظورات مهمة في مركز دبي المالي العالمي، ويلخص الجدول: رقم(3-2) القوانين الرئيسية التي تم إقرارها لتهيئة بيئة مواتية لمركز دبي المالي العالمي كمنطقة مالية حرة.

الجدول رقم: (2-3) القوانين الرئيسية لإنشاء مركز دبي المالي العالمي

<p>ينشئ المناطق الحرة المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة، ومن ثم:</p> <ul style="list-style-type: none"> - يسمح بإنشاء منطقة حرة مالية في أي إمارة في دولة الإمارات العربية المتحدة. - يستثني المناطق الحرة المالية والأنشطة المالية من جميع القوانين المدنية والتجارية الفيدرالية. - يؤكد تطبيق القوانين الجنائية الفيدرالية في المناطق الحرة المالية، بما في ذلك القوانين الفيدرالية لمكافحة غسيل الأموال. - يمنع الشركات المصرح لها من مركز دبي المالي العالمي من التعامل في "الودائع المأخوذة من أسواق الدولة [...] [و] بالدرهم الإماراتي". 	<p>القانون الاتحادي رقم 8 لسنة 2004 (قانون المنطقة الحرة المالية)</p>
<p>المرسوم الاتحادي رقم 35 لعام 2004: ينشئ مركز دبي المالي العالمي كمنطقة مالية حرة في دبي (قانون مركز دبي المالي العالمي)</p>	
<p>يقر بإنشاء مركز دبي المالي العالمي، ومن ثم:</p> <ul style="list-style-type: none"> - يعترف بالإدارة المالية والاستقلالية لمركز دبي المالي العالمي. - إنشاء هيئات مركز دبي المالي العالمي، بما في ذلك سلطة دبي للخدمات المالية. - إعفاء مركز دبي المالي العالمي من قوانين وأنظمة دبي، وشروط معينة. 	<p>قانون دبي رقم 9 لعام 2004</p>
<p>يحدد الصلاحيات والوظائف والأهداف التنظيمية لسلطة دبي للخدمات المالية.</p>	<p>قانون مركز دبي المالي العالمي رقم 1 لعام 2004 (قانون تنظيم 2004)</p>

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات،

The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018, p :109.

أتاح النظام القانوني والتنظيمي الحصري لمركز دبي المالي العالمي القائم على القانون العام، تسجيل الشركات ذات الغرض الخاص / الجهات التي تقدم الصكوك خاصة لمصدري الصكوك الذين يفضلون مقراً محلياً، بدلاً من المراكز الخارجية التقليدية مثل: جزر كايمان، بالإضافة إلى ذلك، أصدر مركز دبي المالي العالمي قوانين تتعلق بحل المنازعات، أي قانون المحكمة (قانون مركز دبي المالي رقم 10 لعام 2004م) وقانون التحكيم رقم 1 لعام 2008م الصادر عن مركز دبي المالي العالمي (المعدل في 2013 - قانون مركز دبي المالي العالمي رقم 6 لعام 2013م)، وأدى هذا القانون إلى إنشاء هيئة تسوية المنازعات (DRA) في عام 2014م، تتحمل هذه الهيئة المسؤولية الشاملة عن محاكم مركز دبي المالي العالمي، ومعهد التحكيم وغيرها من المحاكم أو الهيئات المساعدة التي قد تكون لازمة لأداء مهام إدارة المنازعات، وإنشاء هذه الهيئة يأخذ مركز دبي المالي العالمي خطوة مهمة نحو تقديم بديل جدي لمراكز التحكيم التقليدية في لندن وباريس وسنغافورة، ويوجد حالياً 3 مراكز تحكيم راسخة داخل الإمارات العربية المتحدة: مركز دبي للتحكيم الدولي

(DIAC)، ومركز أبو ظبي للتحكيم التجاري ومركز دبي المالي العالمي للتحكيم، الذي يديره مركز دبي المالي العالمي ومحكمة لندن للتحكيم الدولي (LCIA).¹

كما أسس مركز دبي المالي العالمي بورصة ناسداك دبي، والتي تتيح الإدراج العام لإصدارات الصكوك، وقد ساعد ذلك المصدرين على زيادة عدد المستثمرين الأجانب المحتملين، ومع ذلك فإن البورصة تقدم تسهيلات للمستثمرين المؤسساتيين، وعلى هذا النحو ينبغي أيضاً النظر في بنية تحتية ملائمة للمستثمرين الأفراد، وبالإضافة إلى ذلك، يعد مركز دبي المالي العالمي موطناً للعديد من وكالات التصنيف العالمية المعترف بها مثل ستاندرد آند بورز (S&P) و Moody's و Fitch Ratings، والتي توفر مزيداً من الشفافية بشأن المخاطر الائتمانية لإصدارات الصكوك وتعزز قدرتها أو قابليتها على التسويق.

السمة المميزة لدبي والاقتصاد الإماراتي هي أنظمة 'الضريبة الصفرية'، ويشير غياب الضرائب المفروضة على الشركات إلى أن ديون الشركات والرافعة المالية لا يتم تحفيزها عن طريق الإعفاءات الضريبية، ونتيجة لذلك قد تقوم الشركات بتوفير مصادر تمويلها لنمو رأس المال إما عن طريق الأسهم أو الديون، ومن ثم فإن هذا يسلب أداة مهمة يمكن من خلالها للحكومة أن تحفز وتشجع تنمية سوق الديون في الإمارات العربية المتحدة.

فيما يتعلق بالحكم الشرعي: تتبنى دولة الإمارات العربية المتحدة نموذجاً غير مركزي، حيث يتم منح الموافقة على أي منتج مالي إسلامي - بما في ذلك الصكوك - من قبل اللجنة الشرعية المعينة للبنوك التجارية أو الاستثمارية المعنية بالمشاركة في الإصدار، ولا توجد هيئة وطنية تؤدي مهمة الرقابة على امثال هياكل الصكوك للشريعة، على الرغم من أن هذا النموذج يعمل بشكل جيد في الجانب القضائي، إلا أنه يتعرض لانتقادات بسبب تعارضه مع أحكام الشريعة الإسلامية بشأن هياكل الصكوك، خاصة مع أزمة صكوك دانة غاز الأخيرة، فقد أعلنت الشركة المصدرة Dana Gas PJSC ومقرها الشارقة (أول وأكبر شركة إقليمية خاصة للغاز الطبيعي في الشرق الأوسط) عن عدم التزام الشريعة الإسلامية بهيكل صكوك المضاربة في جوان 2017م، كدفاع ضد عدم دفعها لحاملي الصكوك، وعلى الرغم من أن الخدمات المصرفية الإسلامية متطورة بشكل جيد في الإمارات العربية المتحدة، حيث ساهمت بنسبة 44% (163.12 مليار دولار أمريكي) من إجمالي الناتج المحلي في عام 2016م، لا يزال سوق النقد الإسلامي محدوداً.

حتى الآن لم يصدر مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي أي أداة قصيرة الأجل مثل: أدوات الخزينة أو السندات أو الصكوك المهيمنة بالدرهم الإماراتي، مما تسبب في أن إجمالي إصدارات سندات الدين في الإمارات العربية المتحدة أقل من سندات دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى. ومع ذلك قام CBUAE بالفعل بتقديم IMLF المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية منذ عام 2014م، وقبلت الصكوك

¹ Ibidem, p:109.

باعتبارها شكلاً من أشكال الضمان، ومن المتوقع أن يساعد هذا الجهد في نمو السوق المالي الإسلامي،
ومن ثم تعزيز سيولة سوق السندات.¹

المطلب الثاني : عوامل نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة

يلخص الجدول رقم: (3-3) العوامل الرئيسية التي لها دور في نمو وتطور سوق الصكوك في دولة الإمارات العربية المتحدة.

¹ Ibidem, p:109,110.

الجدول رقم(3-3): العوامل الرئيسية التي تدعم نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة

<ul style="list-style-type: none"> - تم تطوير الإطار التنظيمي القانوني على خلفية جهود الحكومة والجهات التنظيمية في إنشاء دولة الإمارات العربية المتحدة كمنطقة مالية حرة. - لم يتم تطوير إرشادات أو سياسة محددة لتلبية إصدار الصكوك. - في حين يحظى قانون مركز دبي المالي العالمي بالأولوية في التعرف على الشركات ذات الغرض الخاص SPVs كقناة تمويل، ويحكم المنازعات وعمليات التحكيم. - لقد كان اعتماد إطار حوكمة الشريعة مدفوعاً بالسوق مما أدى إلى اتباع نموذج غير مركزي، ويدرك ممارسو السوق ببطء فوائد اتباع نهج الشريعة، وتم إطلاق الهيئة الشرعية العليا في عام 2016م لتسهيل ذلك. 	<p>الإطار القانوني والتنظيمي</p>
<ul style="list-style-type: none"> - تستفيد سوق الصكوك المحلية من البنية التحتية لمركز دبي المالي العالمي. - على الرغم من وجود عدد من البنوك الإسلامية، كانت الأنشطة في السوق المالي الإسلامي محدودة. - إنشاء بورصات الأوراق المالية "سوق أبو ظبي للأوراق المالية، سوق دبي المالي، ناسداك دبي" قد وفرت الأمل لتحسين التداول الثانوي. - منحنيات العائد المرجعية مدفوعة في الغالب بالصكوك المقومة بالدولار الأمريكي مع متوسط آجال استحقاق ما بين 5 و7 سنوات. 	<p>السوق وتطوير البنية التحتية</p>
<ul style="list-style-type: none"> - لا يخضع سوق الصكوك لأي قانون ضريبي بسبب تأسيسه كمنطقة مالية حرة 	<p>فرض الضرائب</p>
<ul style="list-style-type: none"> - أثر ربط سعر صرف الدرهم الإماراتي بالدولار الأمريكي إلى حد ما على سوق الصكوك المحلية ليكون مدفوعاً في الغالب بالعملة الأجنبية:FCY. - لدى الإمارات العربية المتحدة خط أنابيب نشط من الشركات المحلية من مختلف القطاعات، لكن تلك التي أصدرت صكوكاً محلية كانت محدودة للغاية - إن انخفاض أسعار النفط قد أدى إلى ارتفاع العجز في الميزانية مما أدى إلى زيادة في الإصدارات السيادية في كل من السندات التقليدية والصكوك. - أدى عدم مشاركة المستثمرين المؤسساتيين (مثل صناديق الثروة السيادية، وما إلى ذلك) إلى الاعتماد على المستثمرين الأجانب، والمستثمرون المحليون هم في الغالب شركات تمويل الاستثمار وشركات إدارة الأصول. 	<p>تنوع الفاعلين في السوق في جانب العرض والطلب</p>

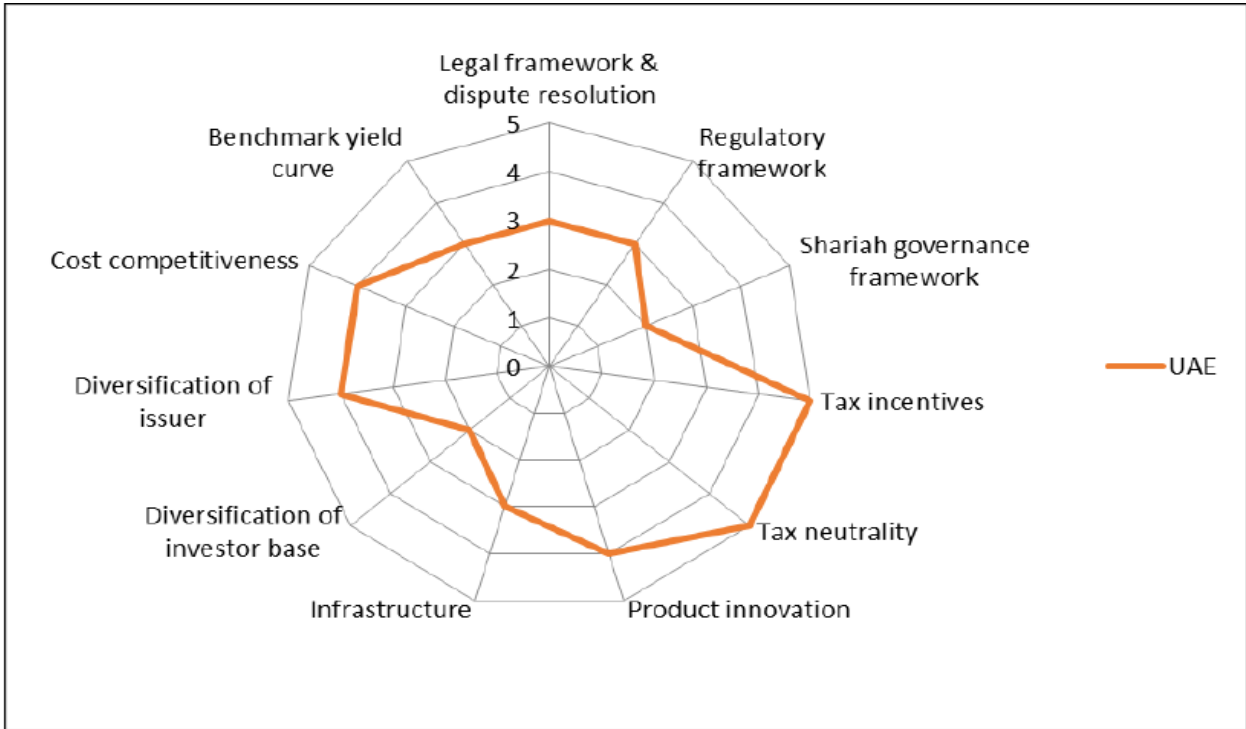
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات،

The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :111.

والشكل رقم: (3-15) يلخص لنا العوامل المؤثرة في تطور سوق الصكوك في الإمارات العربية

المتحدة.

الشكل رقم: (3-15) العوامل المؤثرة في تطور سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة



Source : The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE , February 2018 , p :112.

يتأثر تطور سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة بمجموعة من العوامل، والتي يمكن ترتيبها

حسب درجة الأهمية على النحو التالي:

- الحياد الضريبي، الحوافز الضريبية.
- ابتكار المنتجات، تنوع المصدر، تكلفة التنافسية.
- منحى العائد القياسي، البنية التحتية، الإطار القانوني وحل النزاعات، الإطار التنظيمي.
- تنوع قاعدة المستثمرين، إطار الحكم الشرعي.

أولاً: الحياد الضريبي والحوافز الضريبية

شكل كل من الحياد الضريبي والحوافز الضريبية العاملين الأكثر أهمية في نمو سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة، حيث أنه في ظل عدم وجود ضريبة دخل على الشركات في دولة الإمارات، يمكن للجهات المعنية النظر في أنواع أخرى من الحوافز، كالمطالبة بتمويل إسلامي لبعض المشاريع الحكومية أو التنازل عن بعض الرسوم الحكومية الأخرى في حال كانت الصكوك هي أداة التمويل.¹

ثانياً: ابتكار المنتجات وتنوع المصدر وتكلفة التنافسية

بعد العاملين المذكورين سابقاً نجد ثلاثة عوامل أخرى لها نفس الأهمية وهي:

¹ حسام عبد النبي، مقال بعنوان: الإمارات نموذج لتطوير سوق الصكوك بالعملة المحلية، صحيفة الاتحاد، دبي، تاريخ النشر: 16 جانفي 2019م، متوفر على الموقع الإلكتروني:

إس-آند-بي-الإمارات-نموذج-لتطوير-سوق-الصكوك-بالعملة-المحلية-، <https://www.alittihad.ae/article/3303/2019/>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/01م، على الساعة: 15:23.

• ابتكار المنتجات

اعتمدت دولة الإمارات السياسة العليا في مجال العلوم والتكنولوجيا، والتي تتضمن رؤية وطموح الدولة في مجال العلوم والتكنولوجيا والابتكار، ومجالات التركيز المستهدفة، والممكنات التي سيتم العمل على تعزيزها، وتنفيذ هذه السياسة العليا وتحقيقها، وصولاً لأن تكون في مصاف أكثر الدول ابتكاراً على مستوى العالم، بخبرات وموارد وتشريعات وبنى تحتية متقدمة ومبتكرة، لتغيير معادلات الاقتصاد الوطني، ودفعه بعيداً عن الاعتماد على الموارد النفطية، تضمنت الخطة 100 مبادرة وطنية في القطاعات التعليمية، والصحية، والطاقة، والنقل، والفضاء، والمياه، ويصل حجم الاستثمار فيها إلى أكثر من 300 مليار درهم إماراتي.¹

كما عرفت الخدمات المالية الإسلامية بدبي نمواً وابتكارات عديدة في تقديم المنتجات والخدمات المالية الإسلامية، حيث تطور قطاع التمويل الإسلامي من الحسابات المصرفية بدون فوائد إلى منتجات متنوعة مثل: صناديق التحوط وصناديق الاستثمار العقاري فضلاً عن التمويل الحكومي وتمويلات البنى التحتية ومشاريع القطاعين العام والخاص، كما عززت دبي مكانتها كمركز عالمي للمنتجات الحلال والشركات العاملة بهذا القطاع، وأصبحت من أهم مراكز إنتاج وتصدير وإعادة تصدير هذه المنتجات، بعدما وضعت معايير عالمية للحلال ووفرت له نموذجاً سهل التعميم.²

وقد سجلت دولة الإمارات معدل نمو سنوي مركب قدره 6% على مؤشر الاقتصاد الإسلامي العالمي منذ العام 2014 م وحتى العام 2018م، وصنفت دولة الإمارات في المرتبة الأولى عالمياً في 5 قطاعات ضمن هيكل الاقتصاد الإسلامي الذي يتكون من 6 قطاعات رئيسية، هي الأغذية الحلال والسفر الحلال، والأزياء المحافظة والإعلام والترفيه الحلال، ومستحضرات الأدوية والتجميل الحلال، والتمويل الإسلامي، حيث حلت الدولة في المرتبة الأولى في القطاعات الخمسة الأولى، وفقاً لتقرير حالة الاقتصاد الإسلامي للعام 2018-2019م.³

• تنويع المصدر

عند التنويع في قاعدة المصدرين للصكوك من شركات وجهات حكومية ومؤسسات مصرفية، هذا يؤدي إلى انتعاش سوق الصكوك من جهة، وذلك من خلال تغطية الطلب المتزايد عليها من قبل المستثمرين

¹ عبد الحي محمد، مقال بعنوان: الصكوك تستحوذ على استثمارات المصارف الإسلامية 2019، صحيفة البيان الاقتصادي، تاريخ النشر: 30 ديسمبر 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2018-12-30-1.3446526>، تاريخ

الإطلاع: 2019/05/01م، على الساعة: 11:52.

² أحمد ماجد السيد عيد، مرجع سابق، ص: 09.

³ مقال بعنوان: الإمارات الأولى عالمياً في 5 قطاعات للاقتصاد الإسلامي، صحيفة الاتحاد الاقتصادي، تاريخ النشر: 29 أكتوبر 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: الإمارات-الأولى-عالمياً-في-5-قطاعات-للاقتصاد-الإسلامي/2018/71557، <https://www.alittihad.ae/article/71557/2018>،

تاريخ الإطلاع: 2019/05/18م، على الساعة: 05:36.

سواء كانوا أفراداً أو شركات، وتوفير السيولة اللازمة لمصدريها لتغطية العجز، أو تمويل مشروعات خاصة أو تنموية من جهة أخرى.

• تكلفة التنافسية

كلما ارتفعت درجة التنافسية في الدولة انخفضت تكلفة التنافسية وباعتبار أن الاقتصاد الإماراتي من بين أكبر الاقتصادات تنافسية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فإن سوق الصكوك في الإمارات أبدى مرونة عالية خلال الربع الأول من عام 2018م ما أدى إلى زيادة في إصدار الشركات على أساس سنوي في ظل استفادة مصدري الصكوك من انخفاض تكاليف جمع الأموال ومن المتوقع استمرار وتيرة إصدارات الصكوك في الإمارات خلال الفترة المقبلة في ظل القبول العالمي الكبير لها وخصوصاً أن هناك خطأً ومبادرات جديدة من قبل الشركات الإماراتية في هذا الخصوص¹.

ثالثاً: منحى العائد القياسي والبنية التحتية والإطار القانوني وحل النزاعات والإطار التنظيمي

ويحوي هذا العنصر ثلاثة عوامل أخرى لها نفس الدرجة من الأهمية

• منحى العائد القياسي (Benchmark Yield Curve)

إن منحى العائد القياسي يسهل الأمر على المشاركين في السوق لتسعير المنتجات ذات سعر الفائدة بكفاءة، لأنه يوجد اتفاق وإجماع حول ما هو المعيار، ويمكن أن تشمل هذه المنحنيات، منحنيات العائد على الأمن الحكومي، منحنيات التضخم المعدلة/العاكسة وأمور أخرى...² وهذا الوضع يخلق جواً ملائماً ومستقراً بالنسبة لسوق الصكوك.

• البنية التحتية

امتلاك دبي العديد من المقومات التي تؤكد ريادتها للاقتصاد الإسلامي على المستوى العالمي، فهي قطب فعال بمجال الاقتصاد الإسلامي في منطقة الشرق الأوسط، ومركز رئيسي للأسواق الناشئة ووجهة جاذبة لرؤوس الأموال التي تسعى للاستفادة من البيئة الاستثمارية الآمنة بما لديها من مركز مالي عالمي، وتتمتع بموقع استراتيجي وبنية تحتية ولوجستية متكاملة متمثلة في المناطق الحرة والموانئ والمطارات، وتؤدي دوراً محورياً في تعزيز التبادل التجاري بين دول العالم، ولديها بيئة تنظيمية متقدمة مدعومة بقوانين وتشريعات متطورة، ونتيجة لتوسع إصدار الصكوك في دبي، أفادت شهادات صادرة من وكالات تصنيف عالمية ومؤسسات مالية أن مكانة دبي كعاصمة للاقتصاد الإسلامي تستطيع أن تقوي إمكاناتها وتطور بنية تحتية داعمة لإصدار الصكوك على صعيد منطقة الشرق الأوسط، وقد ساهمت الصكوك كأداة مالية في تمويل العديد من المشروعات مثل: مشروع ميناء خليفة والمناطق الحرة بحوالي 10 مليار دولار أمريكي.

¹ عمرو عادل، مقال بعنوان: الإمارات لاعب رئيس في إصدارات الصكوك عالمياً، صحيفة البيان الاقتصادي، تاريخ النشر: 22 أبريل 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2018-04-22-1.3244178> ، تاريخ الاطلاع:

2019/05/01م، على الساعة: 11:58.

² Idem, p:112.

حيث يعد ميناء خليفة والذي تم افتتاحه في 2012م، من أهم المرافق في الدولة وأهم مشروعات البنية التحتية ومساهما قويا في الناتج المحلي الإجمالي والذي يزداد عام بعد عام، ويساهم أيضا في استقبال وتصدير البضائع والخدمات وتوزيعها ويساهم أيضا في تعزيز النمو الاقتصادي والصناعي والتجاري من خلال مدينة خليفة الصناعية المجاورة للميناء.¹

• الإطار القانوني وحل النزاعات

حسب الدكتور محمد دمق، مدير أول والرئيس العالمي للتمويل الإسلامي وتقييم المؤسسات العالمية، في وكالة « إس آن دبي جلوبال للتصنيفات الائتمانية »، إن عناصر نجاح سوق الصكوك تتضمن توحيد أكبر لمواصفات تفسير الأحكام الشرعية والوثائق القانونية (المدعومة ربما من الجهة المنظمة) التي توفر حوافز لمصدري الصكوك، كما أن هناك جهودا مبذولة بخصوص البدء بمعالجة تحدي توحيد المواصفات من خلال المطالبة باعتماد المعايير الشرعية ل: « أيوفي » وتأسيس مجلس أعلى للشرعية، وقد تكون الخطوة القادمة: وضع وثائق قانونية معتمدة مسبقا من هيئات أسواق رأس المال، ودولة الإمارات وضعت مواصفات موحدة جعلتها إلزامية، ولكن تلك المعايير يجب أن تنتظر الدول لها بنفس النظرة التي تنتظر بها إلى معايير « بازل»، حيث إن تلك المواصفات ليست إلزامية ولكن الدول كافة التزمت بها وأكسبتها القوة القانونية نظرا لأهميتها، ما يساعد على أن تصبح عملية إصدارات الصكوك أكثر سهولة، إلى جانب تسهيل المعاملات العابرة للحدود، وتيسير دخول المستثمرين الدوليين إلى تلك الصكوك عبر الالتزام بمعايير متوافقة مع المعايير الدولية.²

رابعا: تنوع قاعدة المستثمرين وإطار الحكم الشرعي

ويضم هذا العنصر:

• تنوع قاعدة المستثمرين

صرح حامد علي الرئيس التنفيذي لناسداك دبي، بأن الزيادة المستمرة في الطلب وإقبال المستثمرين والمصدرين محليا وعالمياً على الصكوك يعكس مكانة الصكوك كأداة تمويلية أساسية للحكومات والمؤسسات على حد سواء، وأن مبادرة مركز دبي العالمي للصكوك تعكس الرؤية المستقبلية لدبي، حيث بلغ عدد الصكوك المدرجة ضمن المبادرة 72 إصداراً بقيمة إجمالية تتجاوز 59.2 مليار دولار أمريكي (217 مليار درهم إماراتي)، وبلغ عدد الصكوك المدرجة للشركات والجهات من داخل الدولة 39 إدراجاً بقيمة 32.95 مليار دولار أمريكي (120 مليار درهم إماراتي) مقابل 33 إدراجاً لحكومات ومؤسسات من خارج الدولة بقيمة 26.26 مليار دولار أمريكي (96 مليار درهم إماراتي).³

¹ أمل علي إبراهيم وأخريات، مرجع سابق، ص: 27.

² الإمارات نموذج لتطوير سوق الصكوك بالعملة المحلية، مرجع سابق.

³ مقال بعنوان: تطوير سوق الصكوك وزيادة إدراجها في دبي، صحيفة زاوية، تاريخ النشر: 25 أبريل 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني : https://www.zawya.com/uae/ar/story/دبي_في_إدراجها_في_سوق_الصكوك_زيادة_إدراجها_في_دبي ، تاريخ

الإطلاع: 2019/05/18م، على الساعة: 16:18.

• إطار الحكم الشرعي

وذكر دمج، أن توحيد مواصفات الأحكام الشرعية لإصدار الصكوك يمكن أن يضع حدا لأي شكوك محتملة حول الامتثال بعد إتمام المعاملة، ومن ثم فإن لها دورا حاسما في مساعدة المستثمرين على فهم المخاطر الكامنة بشكل أفضل، مشددا على أن الوثائق القانونية الموحدة تزود المستثمرين بصورة واضحة حول خيارات الرجوع المتاحة في حال التخلف عن الوفاء باستحقاقات السندات التقليدية، وهذا غير متاح في التمويل الإسلامي.¹

¹ الإمارات نموذج لتطوير سوق الصكوك بالعملة المحلية، مرجع سابق.

خلاصة الفصل الثالث:

إن الصكوك كأداة مالية إسلامية احتلت حيزاً هاماً في السوق المالي الإماراتي له أثره ووزنه، والذي يسهم بدوره في تطوير هذا السوق، بالرغم من أن جل إصدارات الصكوك كانت مقومة بالدولار الأمريكي وذات آجال استحقاق متوسطة خلال فترة الدراسة، في انتظار تفعيل هيئة شرعية مركزية تحكم التعاملات المالية الإسلامية وكذا قانون الدين العام الذي صدر منتصف أكتوبر 2017م، اللذان يسهمان في تنشيط سوق الصكوك في دولة الإمارات العربية المتحدة.

الخطمة

تعد الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية وذلك لما تقدمه من منافع مالية واستثمارية فريدة جعلتها في فترة وجيزة تستقطب العديد من المستثمرين ورؤوس الأموال.

إن سياق دراستنا تناول موضوع دور الصكوك في تطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام والسوق المالي الإماراتي بشكل خاص، وتوصلنا إلى أن الصكوك الإسلامية أداة مالية إسلامية لها خصائص تميزها عن بقية الأدوات، وضوابط شرعية تحكمها وأساسا محاسبية معتمد عليها في إصدارها وتداولها وكذا استردادها، و ضمانات تعمل في إطارها وهي كأية أداة مالية تحفها مجموعة من المخاطر وتواجهها مجموعة من التحديات، كما تطرقنا إلى السوق المالية الإسلامية التي يتم فيها إصدار، وتداول الأدوات المالية الإسلامية وفقا لضوابط وأحكام شرعية مستمدة من ديننا الحنيف، تميزها عن السوق المالية بالمفهوم الكلاسيكي الذي يكرس مبدأ المضاربة والمقامرة وكل ما هو وهمي، وفصلنا في أنواع السوق المالية الإسلامية ومؤشرات كفاءتها وأدائها، وكذا أدواتها، إضافة إلى أوجه التحدي في السوق المالية الإسلامية.

وحتى نتمكن من تحديد وإبراز الدور الذي تؤديه الصكوك في تطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام والسوق المالي الإماراتي بشكل خاص قمنا بالتحليل في مجموعة من المعطيات في الجانب الأخير من دراستنا، فبعد تحديد خصائص الاقتصاد الإماراتي فصلنا في السوق المالية الإسلامية بدبي، والمبادئ الشرعية والضوابط التي تحكم إصدار الصكوك فيها، وتدرجنا في تحليل مجموعة من المعطيات التي تخص سوق الصكوك في دولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م)، من حيث النمو ومكانة الصكوك مقارنة بباقي الأدوات المالية، وهياكل الصكوك، الإصدار والاستثمار، وتعرضنا في الأخير إلى واقع وآفاق سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة بالشرح والتفصيل.

فعلى الرغم من أن دولة الإمارات العربية المتحدة كانت موقعا جذابا لإصدار الصكوك الدولية ومحل الإقامة المفضل للمستثمرين الأجانب، فإن السوق المالي الإماراتي بشكل عام وسوق الصكوك على وجه الخصوص لا يزالان يواجهان عدداً من التحديات، حيث قمنا بمراجعة لبعض القضايا والتحديات التي تواجه سوق الصكوك في جانبي العرض والطلب، وتوصلنا إلى مجموعة من النتائج.

أولاً: نتائج الدراسة

✓ من جانب الطلب

- ضيق قاعدة المستثمرين التي يهيمن عليها الأجانب مع عدم وجود المستثمرين المؤسساتيين.
- عدم توفر هيئة مركزية للشرية.
- تهيمن الصكوك المصدرة ذات الأجل المتوسطة "ما بين 5 و 7 سنوات" على سوق الصكوك إجمالاً.

✓ من جانب العرض

- محدودية التعامل في سوق الصكوك المحلية .
- قلة التعامل بأدوات السوق المالي الإسلامي ذات الأجل القصيرة ك:الصكوك قصيرة الأجل.

ثانياً: اختبار الفرضيات

✓ من خلال تحليل سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م) تبين لنا أن أغلب وأهم إصدارات الصكوك، سواء كانت مصدرة من طرف حكومات أو شركات كانت مقومة بالدولار الأمريكي، وفي المقابل كانت إصدارات الصكوك المحلية محدودة وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى.

✓ من خلال هذه الدراسة تبين لنا أن أغلب رؤوس الأموال المجمعة في سوق الإصدار لسوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2018م) كانت صكوكاً، كما أنها احتلت المرتبة الثانية بعد الأسهم في رؤوس الأموال المدرجة في سوق التداول، وهذا يبرز لنا المكانة المهمة والامتامية للصكوك في السوق المالي الإماراتي، ويثبت لنا صحة الفرضية الثانية.

ثالثاً: التوصيات

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، قدمنا مجموعة من المقترحات والحلول المتوسطة الأجل لتسهيل عمق واتساع سوق الصكوك في الإمارات العربية المتحدة من حيث العرض والطلب.

✓ لتحسين الطلب (جانب الشراء) - حلول متوسطة الأجل

- توجيه المستثمرين المؤسساتيين الذين يحتاجون إلى استثمارات طويلة الأجل: مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد، وكذا الأفراد ذوي القيمة العالية الذين يستثمرون الآن أكثر في الأسهم والعقارات نحو سوق الصكوك، فمن شأن سوق البيع بالتجزئة أن يخلق عمقاً لاستراتيجيات إدارة الدين.

- توحيد الوثائق القانونية وهيكل الصكوك وأحكام الشريعة، مما سيؤدي إلى مزيد من اليقين بين المستثمرين وبالتالي خلق المزيد من الطلب على الصكوك، دعماً للشفافية وحماية للمستثمرين ولتجنب تكرار أحداث دانة غاز.

- العمل على أن تسمح سوق رأس المال بالوساطة في الصناديق طويلة الأجل لتتوافق مع تمويل العمليات طويلة الأجل، وذلك لتغطية عجز الميزانية أو تمويل البنية التحتية والمشاريع الضخمة وبرامج التنمية الاقتصادية الأخرى، وسط إيرادات النفط المتضائلة، والإقبال العالمي القوي على الصكوك كأداة مالية.

- أن تقوم الحكومات الفيدرالية والحكومات المحلية بإصدار الصكوك ذات آجال استحقاق مختلفة وبصورة أكثر تواتراً، لتوفير منحنيات العائد المرجعي الضرورية التي ستمكن الشركات المحلية من الوصول إلى مصادر تمويل طويلة الأجل.

✓ لتحسين العرض (جانب البيع) - حلول متوسطة الأجل

- باللجوء إلى هذا النوع من الصكوك "الصكوك المحلية"، تقوم الحكومة الفيدرالية والحكومات المحلية بتمويل عجز ميزانيتها، خاصة عند انخفاض أسعار النفط.

- يشهد قطاع البنوك الإسلامية نمواً في دولة الإمارات العربية المتحدة، ولكن هناك نقص في أدوات إدارة السيولة، وخاصة الأصول المالية عالية الجودة والسيولة، لذا فإن انتشار التعامل بالأدوات المالية قصيرة

الأجل"الصكوك قصيرة الأجل" سيوفر لها السيولة لتغطية متطلبات كفاية رأس المال بموجب اتفاقية بازل 3 وبالتالي زيادة قدرة مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي على تنفيذ سياسته النقدية بكفاءة أكبر.

رابعاً: آفاق الدراسة

في النهاية يمكن تقديم بعض المقترحات التي تقيد في أن تكون موضوعاً لدراسات مستقبلية، والتي لها صلة بمضمون دراستنا، والتي من بينها:

- دور المعايير الشرعية في تطوير التعامل بالصكوك.
- مكانة الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية.
- القوانين المنظمة للتعاملات الإسلامية في الأسواق المالية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب

- 1- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، أريد، الأردن، 2008 م.
- 2- أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، جدة، المملكة العربية السعودية، 1990م.
- 3- أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 2009م.
- 4- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 1427هـ-2006م.
- 5- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، جمهورية مصر العربية، 1999م.
- 6- بكر ربحان، صيغ التمويل والاستثمار في المصارف الاستثمارية، البنك الإسلامي الأردني، عمان، الأردن، 2002م.
- 7- حسن حسين شحاتة، الصكوك والمعالجات المحاسبية للصكوك الإسلامية مع حالات تطبيقية، بنك التمويل المصرفي السعودي، دورة الصكوك الإسلامية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 05-06 جويلية 2008م.
- 8- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1999م.
- 9- زاهرة على محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
- 10- زكريا سلامة شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009م.
- 11- سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية لشركات المساهمة، الطبعة الأولى، بنك التنمية الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2001م.
- 12- سمير رضوان عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 1996 م.
- 13- سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، 2001م.
- 14- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2002م.
- 15- شمعون شمعون، البورصة، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993 م.

- 16- ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، جمهورية مصر العربية، 2003م.
- 17- عاشور عبد الجواد عبد المطلب، دور البنك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، 2003م.
- 18- عبد الرحمان يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2003-2004م.
- 19- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2000م.
- 20- علي محي الدين قره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحافظة على حكم تداول السهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003م.
- 21- قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وآثارها على الأسواق المالية - البورصات - الطبعة الأولى، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الجمهورية العربية السورية، 2006م.
- 22- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002م.
- 23- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، جمهورية مصر العربية، 2008م.
- 24- محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، لبنان، 1985م.
- 25- محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013 م.
- 26- محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000م.
- 27- مصطفى حسين سلمان وآخرون، المعاملات المالية في الإسلام، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1410هـ - 1990م.
- 28- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، القاهرة، جمهورية مصر العربية، 1999م.
- 29- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 1999م.
- 30- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2002م.
- 31- يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات المصرية، جمهورية مصر العربية، 1996م.

ب- المجالات

- 1- السعيد بريكة وسناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية - تجربة السودان **أنموذجاً** -، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد: 05، المركز الجامعي ميله، الجزائر، جوان 2017م.
- 2- حسن حسين شحاتة، **المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة سوق الأموال المالية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد: 216، بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 1999م.
- 3- راضية كسود وسامية بولعسل ومسعودة أمال بن سعيد، **تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر**، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم: 01، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، أبريل 2018م.
- 4- سامي العجيلي، **إستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية**، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد: 04، العدد: 01، جامعة مصراتة، ليبيا، 2016م.
- 5- سيف الدين إبراهيم تاج الدين، **نموذج إسلامي لسوق الأسهم**، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، العدد 1، المجلد 3، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 1985هـ-1405م.
- 6- صالح عبد الله كامل، **دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال**، مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد 263، بيروت، لبنان، أكتوبر 2002 م.
- 7- علي محي الدين القرة داغي، **الأسواق المالية**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد: 06، الجزء الثاني، جدة، المملكة العربية السعودية، 1990.
- 8- علي محي الدين القرة داغي، **" الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي "**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي، العدد: 133، الإمارات العربية المتحدة، ذو الحجة 1412 هـ/ يونيو 1992م.
- 9- علي محي الدين القرة داغي، **الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 07، العدد: 07، الجزء الأول، جدة، المملكة العربية السعودية، 1992 م.
- 10- محمد سعد عميرة، **اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة: الإنجازات المحققة والتطلعات المستقبلية**، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا، 2002م.
- 11- معبد الجارحي، **المصارف الإسلامية والأسواق المالية**، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العددان: 52 و53، المنامة، البحرين، ربيع أول وثاني 1406 هـ نوفمبر وديسمبر 1985م.
- 12- **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي، العدد: 137، دولة الإمارات العربية المتحدة، ربيع الثاني، 1413 هـ/ أكتوبر 1992م.
- 13- **مجلة الاقتصاد الإسلامي**، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي، العدد: 1998، الإمارات العربية المتحدة، 2005م.

ج- المذكرات والرسائل الجامعية

- 1- أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، رسالة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1409هـ - 1989م.
- 2- أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، بيروت، لبنان، 1430هـ - 2009م.
- 3- بلقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية "دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والماليزي"، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف-1، الجزائر، 2017-2018م.
- 4- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية " نحو تطبيق مقترح تمويلي لتطوير دور البنوك الإسلامية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 2010م.
- 5- سامح كامل الغزالي، معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين -، رسالة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة -، فلسطين، 1436 هـ - 2015م.
- 6- سامي يوسف محمد، الإفصاح المحاسبي عن الصكوك الإسلامية وأثره على ترويجها، رسالة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة، جامعة بنها، جمهورية مصر العربية، 2001م.
- 7- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر، 2013-2014م.
- 8- عبد النور علام، دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام - دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية -، رسالة ماجستير، تخصص الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011م-2012م.
- 9- فريد مشري، دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016/2017م.

10- محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007-2008م.

11- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية -، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012-2013م.

12- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015م.

د - المؤتمرات والملتقيات

1- أحمد ماجد السيد عيد ، دراسة قطاع الاقتصاد الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ، وزارة الاقتصاد، الإمارات العربية المتحدة، جوان 2016.

2- أسيد الكيلاني، مداخلة حول: الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة بالتعاون مع معهد البحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، الجزائر، 05-06 صفر 1435هـ الموافق لـ: 08-09 ديسمبر 2013م.

3- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر " التجارة العربية البنية والتكامل الاقتصادي العربي "، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 20-22 سبتمبر 2004م.

4- جمال لعامرة، حدة راييس، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر بالدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21 و22 نوفمبر 2006م.

5- حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: التنمية من منظور إسلامي، عمان، الأردن، 27-30 ذو الحجة 1411هـ الموافق لـ: 09-12 جويلية 1991م.

6- رائد أبو مؤنس وخديجة شوشاني، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر التاسع للاقتصاد والتمويل، اسطنبول، تركيا، 9-11 سبتمبر، 2013م.

7- سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم إلى: الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 25 - 28 ماي 2003م.

- 8- سليمان ناصر وربيعه بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، الملتقى الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، معهد الدراسات المصرفية عمان، الأردن، 6-8 أكتوبر 2012م.
- 9- عبد الجبار حمد عبيد السبهاني، وقف الصكوك وصكوك الوقف، بحث مقدم إلى: مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 12-13 نوفمبر 2013م.
- 10- عبد الحق العيفة وزاهرة بني عامر، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية، بحث مقدم إلى: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات لابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 05-06 ماي 2014 م.
- 11- عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-26/05/2010م.
- 12- عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-26 ماي 2010م.
- 13- عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، الإمارات العربية المتحدة، 2009م.
- 14- عصام الزين الماحي، الصكوك المالية الإسلامية ودورها في تطوير وتعميق السوق المالي، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للاستثمار وأسواق المال، الجمهورية العربية السورية، 2008م.
- 15- علاء الزعتري، الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، بحث مقدم إلى: ورشة عمل حول الصكوك الإسلامية تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BDO، عمان، الأردن، 06-07 شعبان 1431هـ الموافق لـ: 18-19 جويلية 2010م.
- 16- فؤاد محمد أحمد حسين، ملخص دراسة: الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، لأطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 19، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 01-05 جمادى الأولى 1430هـ الموافق لـ: 26-30 أبريل 2009م.
- 17- كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005م.
- 18- محمد بوجلال، مريم زايدي، مداخلة حول: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية -حالة سوق الأسهم السعودي -، في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 08-09 ديسمبر 2013م.

- 19- محمد تقي العثماني، **الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة**، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية، التجربة الماليزية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، المملكة العربية السعودية، 2008 م.
- 20- محمد علي القري، **الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009 م.
- 21- محمد علي القري، **كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية**، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009 م.
- 22- معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، **سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها**، بحث مقدم إلى: ندوة الصكوك الإسلامية، عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-26 ماي 2010 م.
- 23- نادبة جودة، **الأسواق المالية الإسلامية**، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية، كلية الشريعة، قسم المصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن، 16-17 أوت 2017 م.
- 24- نعيمة برودي، **مداخلة حول: التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية**، في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8 - 9 ديسمبر 2013 م.
- 25- هشام جبر، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 08-09 ماي 2005 م.
- 26- وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، **الصكوك الإسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر دبي حول المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، الإمارات العربية المتحدة، 2009 م.
- 27- وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، **صكوك الاستثمار الشرعية**، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الإمارات العربية المتحدة، 2005 م.
- 28- محمد سعيد الحمادي، **التحديات القانونية والتشريعية لإصدار صكوك إسلامية**، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة: الصكوك الإسلامية تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BDO، عمان، الأردن، 06-07 شعبان 1431 هـ الموافق لـ: 18-19 جويلية 2010 م.
- 29- **مجمع الفقه الإسلامي الدولي**، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي للدورات من 1-10، الطبعة الثانية، درا القلم، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 1418 هـ / 1998 م.
- هـ - التقارير:

1- **التقرير السنوي لشركة سوق دبي المالي 2018 م**، سوق دبي المالي، 2018 م.

2- **قواعد السوق**، سوق دبي المالي.

- 3- الأدوات المتداولة في سوق دبي المالي، سوق دبي المالي.
 4- التقرير الاقتصادي السنوي 2018م، وزارة اقتصاد الإمارات العربية المتحدة.
 5- التقارير السنوية: "2015-2016-2017-2018"، هيئة الأوراق المالية والسلع (SCA).
 6- الملخص السنوي لصندوق النقد العربي، متوفر على الموقع الإلكتروني:
https://www.amf.org.ae/sites/default/files/history/prv_yearly_summary.htm ، تاريخ
 الاطلاع: 2019/05/02م على الساعة: 12:15

و- المقالات

- 1- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد: 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004م.
 2- نافذ الهرش، مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية - حقائق وأرقام -، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، تاريخ الإصدار: 2010/08/06م.

ز- البحوث

- 1- أحمد ماجد السيد عيد، دراسة قطاع الاقتصاد الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، وزارة الاقتصاد، جوان 2016م.
 2- بحث حول: الصكوك الإسلامية، دائرة الأوراق المالية الحكومية-وزارة المالية، الجمهورية العربية السورية.
 3- بحث حول: تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، اتحاد المصارف العربية، تاريخ النشر: 21 أبريل 2016م.

ح- القرارات والمعايير

- 1- القرار رقم: 30 (3/4) "بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 04، جدة، المملكة العربية السعودية، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، العدد: 45، ج 3، 18-23 جمادى الثانية 1408هـ الموافق ل: 6-11 فيفري 1988م.
 2- القرار رقم: 137 (3/15)، بشأن صكوك الإجارة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 15، مسقط، سلطنة عمان، 14-19 محرم 1425هـ الموافق ل: 6-11 مارس 2004م.
 3- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، ماليزيا، جانفي 2009م.
 4- المعيار رقم: 2، لإصدار وتملك وتداول الصكوك، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، أكتوبر 2018م.
 5- المعيار الشرعي رقم: 17، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 1437 هـ.

ثانيا: باللغة الأجنبية

a- Books

1-Dubai International Financial Center Sukuk Guidebook, Dubai, November2009.

b- Magazines

1-Development of Sukuk: Pragmatique and Idealist Approaches to Sukuk Structures, [2014] J.I.B.LR ,Issue1, ©2013 Thomson Router (Professional)UK Limited and Contributors.

c- Reports

1-The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets, COMCEC COORDINATION OFFICE, February2018.

ثالثا: مواقع إلكترونية

1- أحمد مصطفى، مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية والشريعة في بريطانيا، BBC العربية-اقتصاد وأعمال-،هيئة الإذاعة البريطانية، بريطانيا، تاريخ الإصدار:17مارس 2008م، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://news.bbc.co.uk/hi/arabic/business/newsid_7299000/7299940.stm ، تاريخ الإطلاع: 2019/02/13 على الساعة: 11:30.

2- بشر موفق، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، تاريخ الإصدار: 07 جويلية 2010م، الموقع الإلكتروني: http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20 ، تاريخ الإطلاع: 04 / 03 / 2019م، على الساعة: 14:00.

3- حسام عبد النبي، مقال بعنوان: الإمارات نموذج لتطوير سوق الصكوك بالعملة المحلية، صحيفة الاتحاد، دبي، تاريخ النشر: 16 جانفي 2019م، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://www.alittihad.ae/article/3303/2019/-بالعملة-المحلية-، تاريخ الاطلاع:2019/05/01م، على الساعة: 15:23.

4- خالد أحمد عثمان، مقال بعنوان: الصكوك الإسلامية في حاجة إلى تنظيم قانوني، الاقتصادية "جريدة العرب الاقتصادية الدولية"، الرياض، المملكة العربية السعودية، تاريخ الإصدار: 01 ماي 2010م، متوفر على الموقع الإلكتروني : http://www.aleqt.com/2010/05/01/article_386600.html ، تاريخ الاطلاع: 2019/03/02م، على الساعة: 15:24.

5- عبد الحي محمد، مقال بعنوان: الصكوك تستحوذ على استثمارات المصارف الإسلامية 2019، صحيفة البيان الاقتصادي، تاريخ النشر: 30ديسمبر 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2018-12-30-1.3446526 ، تاريخ الاطلاع:2019/05/01م، على الساعة: 11:52.

- 6- عمرو عادل، مقال بعنوان: الإمارات لاعب رئيس في إصدارات الصكوك عالميا، صحيفة البيان الاقتصادي، تاريخ النشر: 22 أبريل 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني : <https://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2018-04-22-1.3244178>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/01م على الساعة: 11:58.
- 7- مصطفى عبد العظيم، مقال بعنوان: الإمارات الأولى عالميا في 5 قطاعات للاقتصاد الإسلامي، صحيفة الاتحاد، تاريخ النشر: 29 أكتوبر 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://www.alittihad.ae/article/71557/2018/الإمارات-الأولى-عالميا-في-5-قطاعات-للاقتصاد-الإسلامي/>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/18م، على الساعة: 05:36.
- 8- مقال بعنوان: الإمارات الأولى عالميا في 5 قطاعات للاقتصاد الإسلامي، صحيفة الاتحاد الاقتصادي، تاريخ النشر: 29 أكتوبر 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.alittihad.ae/article/71557/2018/الإمارات-الأولى-عالميا-في-5-قطاعات-للاقتصاد-الإسلامي/>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/18م، على الساعة: 05:36.
- 9- مقال بعنوان: تطوير سوق الصكوك وزيادة إدراجها في دبي، صحيفة زاوية، تاريخ النشر: 25 أبريل 2018م، متوفر على الموقع الإلكتروني : https://www.zawya.com/uae/ar/story/ZAWYA20180425033615/تطوير_سوق_الصكوك_وزيادة_إدراجها_في_دبي/، تاريخ الاطلاع: 2019/05/01م، على الساعة: 11:58.
- 10- مقال بعنوان: صكوك التجزئة تحقق نجاحات باهرة في السوق المالية الآسيوية، إسلام أون لاين، تاريخ الإصدار: 15/01/2017م، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://islamonline.net/19751>، تاريخ الاطلاع: 2019/05/09م، على الساعة: 09:15.
- 11- مقال بعنوان: مفهوم السوق المالية الإسلامية وأهمية إنشائها، جريدة المحاسبين "صوت المحاسب"، تاريخ الإصدار: 29 جويلية 2015م، الموقع الإلكتروني: <http://ahlamosben.com/htmlمفهوم-المالية-الإسلامية-وأهمية-إنشائها/>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/02م، على الساعة: 15:36.
- 12- الصكوك الهجينة، الاستثمار والتمويل-الموسوعة المالية الشاملة-، الموقع الإلكتروني : <https://www.investment-and-finance.net/arabic/islamic-finance/saad/hybrid-sukuk.html>، تاريخ الاطلاع: 2019/04/02م، على الساعة: 15:36.