



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



المرجع :/2019

المهذبان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: العلوم الاقتصادية

التخصص: إقتصاد نقدي و بنكي

مذكرة بعنوان:

دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014 - 2018

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية والتجارية (ل.م.د)
تخصص " إقتصاد نقدي و بنكي "

تحت إشراف الأستاذ:

مشري فريد

إعداد الطلبة:

- بريهوم أسماء

- بن سليمان فهيمة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	لطيف وليد
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	مشري فريد
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	أوصالح عبد الحليم

السنة الجامعية 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تَشْكُرَات

"لَقَوْلِهِمْ سُبْحَانَ رَبِّكَ رَبَّ الْعَالَمِينَ" وَإِنَّ تَأْدَانَ رَبِّكُمْ لَمِنَّ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَمَنْ كَفَرَ تَمَّ أَنْ يَكْفُرْ لَشَدِيدِ
عَذَابِ اللَّهِ الْعَظِيمِ / سورة إبراهيم الآية ١٨

الجهود للرب العالمين حمداً يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، والصلاة والسلام على وجود النبي الكريم،
نتوجه بجزيل الشكر وكامل العرفان إلى وقام الأستاذ المشرف
"فريد مشري"

لتفضله لقبول الإشراف على هذه المذكرة وعلى توجيهاته ونصائحه القيومية
كما نتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بالموافقة على مناقشة هذا البحث،
وأجدد ولا حظتهم، فليهم منا أن نكون الاحترام والتقدير
كما لا يفوتنا أن نشكر كل من ود لنا يد المساعدة من الأساتذة الكرام والزملاء والزميلات



الإهداء

بدأنا بالكثير من يد وقاسينا أكثر من هم وعاذينا الكثير من الصعوبات وها نحن اليوم والحمد لله نظوي سهر الليالي وتعب الأيام وخلصنا وشوارنا بين دفتي هذا العمل المتواضع.

إلى من أحول اسمه بكل افتخار، إلى سدي وقوتي في الحياة، إلى من سعى وشقى لأنعم بالراحة والهناء، الذي لم يبخل بشيء من أجل دفعي في طريق النجاح، إلى والدي العزيز موسى.

إلى من حانت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها، إلى ملائكتي في الحياة، إلى من كان دعائها سر نجاحي، إلى الينبوع الذي لا يهل من العطاء، إلى "أمي الحبيبة" فتية.

إلى اللذان لولاهما لما وصلت إلى ما أنا عليه اليوم "والدي" "أدركوا الله لي إلى ملاذي بعد الله، إلى من آثرني على أنفسهم، إلى من أظهر والي ما هو "أجول من الحياة" إخوتي.

إلى من أرى السعادة في ضحكتي، إلى شعلة الذكاء والنور إلى الوجه المفعم "بالبراءة" أخي قرة عيني "أيوب".

إلى الأهل أهديكم تخرجي لأنكم كنتم عوناً لي في مسيرتي "إلى من جعلهم الله إخوتي بالله ومن أحببتهم بالله" أصدقائي.

إلى من لم أعرفهم ولكن يعرفوني.

أهدي تخرجي وفرحتي لكل روح شاركتني بدعائها.

أسماً





الإهداء

إلى من تعهداني بالتربية في الصغر، وكانا فبراسا يرضن فكري بالنصح
والتوجيه في الكبر أمي مليحة بنت أبي الربيع حفظهما الله
إلى من شملوني بالعطف، و أمدوني بالعون، وحفزوني للتقدم أخواتي
وكن عادلتي رعاهم الله.

إلى كل من أيدناهم بإخلاص وبادلوني نفس الشعور، إلى كل
صديقاتي وأخص بالذكر رفيعات درسي وزميلاتي في التخصص
والحياة: فؤاد، منال، جنتنا، سناء، كن بنتي، أسماء، منيرة، ميسنا،
بشيرة.

إلى كل من علوني حرفا، وأخذ بيدي في سبيل تحصيل العلم
والمعرفة، إليهم جميعا أهدي ثمرة جهدي ونتائج بحثي المتواضع

أهينته



الملخص

الملخص:

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية المبتكرة والمستحدثة التي احتلت مكانة هامة في أسواق الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، حيث ساهمت في تغطية الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم شركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية، وتهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن خصائص الصكوك الإسلامية، ضوابطها، أنواعها، إضافة إلى آليات إصدارها وتداولها واستخدامها كمصدر تمويلي. كما جاءت هذه الدراسة لمحاولة تحديد وإبراز دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة والمدرجة بسوق دبي المالي.

وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تؤدي دورا متناميا في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، إذ يختلف دورها من شركة إلى أخرى بحيث في كلا الشركتين: داماك العقارية واعمار العقارية، كان هناك تزايد في استخدامها للصكوك كمصدر تمويلي خلال الفترة 2014-2018، بينما في شركة دبي للاستثمار لم تكن الصكوك ذات الدور المهم جدا، حيث كانت قيمتها ثابتة ومستقرة خلال الفترة محل الدراسة 2014-2018.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، شركات المساهمة، سوق دبي المالي.

Abstract:

Islamic sukuk (bonds) are one of the most important and innovative financial instruments, that have occupied an important position on the stock markets with its various types and forms. As it contributed to covering the financing needs that are necessary to support the joint stock companies listed on the financial markets.

The purpose of this study is to reveal the characteristics of Islamic sukuk, their controls and types, in addition to the mechanisms of issuance, trading and using it as a financing source.

The study also aims to identify and highlight the role of sukuk in financing the joint stock companies as a case of study listed on Dubai financial market.

The study concluded that Islamic sukuk play a growing role in financing the joint stock companies as a case of study listed on Dubai financial market during the period 2014-2018. Their role varies from one company to another ; for instance, there was an increasing use of Sukuk as a funding source during 2014-2018 by DAMAC and EMAAR properties while in DUBAI INVESTMENTS company, sukuk were not that important, as their value was constant and stable during the period 2014-2018.

Keywords: Islamic Sukuk, Joint Stock Companies, Dubai Financial Market.

فهرس المحتويات

تشكرات	.....
الإهداء	.....
المخلص	.....
فهرس المحتويات	..... III
فهرس الجداول	..... III
فهرس الأشكال	..... V
مقدمة	.....
الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك	..... 2-49
تمهيد	..... 2
المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية	..... 3
المطلب الأول: نشأة ومفهوم الصكوك الإسلامية	..... 3
المطلب الثاني: أهمية وأهداف الصكوك الإسلامية	..... 8
المطلب الثالث: مراحل وأطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية	..... 9
المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية	..... 15
المطلب الأول: الصكوك القائمة على أساس عقود المشاركة	..... 15
المطلب الثاني: القائمة على أساس عقود البيع	..... 26
المطلب الثالث: الصكوك القائمة على أساس عقود أخرى	..... 35
المبحث الثالث: ضوابط وآليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية	..... 42
المطلب الأول: الضوابط الشرعية والاقتصادية لإصدار وتداول الصكوك	..... 42
المطلب الثاني: آلية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية	..... 44
المطلب الثالث: مخاطر الصكوك والضمانات المقدمة لحملة الصكوك	..... 45
خلاصة الفصل لأول	..... 49
الفصل الثاني: الإطار النظري للشركات المساهمة ومصادر تمويلها	..... 51-75
تمهيد	..... 51
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الشركات	..... 52
المطلب الأول: مفهوم الشركة	..... 52
المطلب الثاني: أركان الشركة	..... 54

56	المطلب الثالث: أنواع الشركات
59	المبحث الثاني: ماهية شركات المساهمة
60	المطلب الأول: مفهوم شركات المساهمة
63	المطلب الثاني: طرق تأسيس شركة المساهمة
64	المطلب الثالث: أنواع شركة المساهمة
69	المبحث الثالث: مصادر تمويل شركات المساهمة
69	المطلب الأول: سياسة التمويل الذاتي لشركات المساهمة
72	المطلب الثاني: سياسة الاستدانة
75	خلاصة الفصل الثاني:
116-77	الفصل الثالث: دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي
77	تمهيد:
78	المبحث الأول: الإطار العام لسوق دبي المالي
78	المطلب الأول: نبذة عن سوق دبي المالي
84	المطلب الثاني: مبادئ سوق دبي المالي وهيكله التنظيمي والمتعاملين في سوق دبي المالي
90	المطلب الثالث: الشركات محل الدراسة
95	المبحث الثاني: تحليل مصادر التمويل في الشركات محل الدراسة وتطور مكانة الصكوك في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018
95	المطلب الأول: تطور المركز المالي لشركات المساهمة محل الدراسة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018
106	المطلب الثاني: تطور صكوك شركات المساهمة محل الدراسة
115	المطلب الثالث: تطور الصكوك في تمويل الشركات المساهمة محل الدراسة
116	خلاصة الفصل الثالث:
118	الخاتمة
122	قائمة المراجع

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
06	الفرق بين الصكوك والسندات	(1-1)
06	الفرق بين الصكوك والأسهم	(2-1)
90	تطور المركز المالي لشركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018.	(1-3)
91	تطور مصادر تمويل شركة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018.	(1-1-3)
93	تطور المركز المالي لشركة اعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018.	(2-3)
94	تطور مصادر تمويل شركة اعمار العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018.	(1-2-3)
96	تطور المركز المالي لشركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018.	(3-3)
97	تطور مصادر تمويل شركة دبي للاستثمار حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018.	(1-3-3)
99	تطور صكوك شركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018.	(4-3)
102	تطور صكوك شركة اعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018.	(5-3)
105	تطور صكوك شركة اعمار العقارية من حيث الأجل خلال الفترة 2014-2018.	(1-5-3)
106	تطور صكوك شركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018.	(6-3)
108	تطور صكوك شركة دبي للاستثمار من حيث الأجل خلال الفترة 2014-2018.	(1-6-3)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	آلية صكوك المضاربة	(1-1)
19	آلية صكوك المشاركة (برأس مال نقدي)	(2-1)
20	آلية صكوك المشاركة (برأس مال نقدي وعيني)	(3-1)
26	آلية صكوك المرابحة	(4-1)
32	آلية صكوك الاستصناع	(5-1)
35	نموذج تنظيم عملية صكوك الإجارة	(6-1)
80	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي.	(1-3)
84	المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي.	(2-3)
91	تطور مصادر تمويل شركة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018.	(3-3)
94	تطور المركز المالي لشركة اعمار العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018.	(4-3)
97	تطور مصادر تمويل شركة دبي للاستثمار حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018	(5-3)
100	تطور صكوك شركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018	(6-3)
103	تطور صكوك شركة اعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018.	(7-3)
107	تطور صكوك شركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018.	(8-3)

مقدمة

تمهيد:

تعتمد الاقتصاديات على الأسواق المالية في تمويلها لنشاطها، بحيث تعتبر هذه السوق بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، كما تعتبر أسواق المال الملاذ الذي يقصده الأعوان الاقتصاديون، بما فيها شركات الاستثمار والتأمين والبنوك وغيرها من شركات الوساطة المالية، كعارضين للأموال أو كطالبيين لها. ومع ظهور الصيرفة الإسلامية في العقود القليلة الماضية وزيادة نشاطها واندماجها في الاقتصاد العالمي، واستعمالها لصيغ وأدوات مالية تعتمد على مفاهيم وتعاليم الشريعة، كان توجه الدول الإسلامية ومؤسساتها لاستحداث وابتكار أدوات مالية شرعية، بعيدة عن شبهة الربا، وبذلك برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الأدوات المالية المستحدثة والتي رغم حداثة شأنها شهدت رواجاً كبيراً في أسواق الأوراق المالية للعديد من دول العالم، إذ لاقت هذه الصكوك قبولاً كبيراً من طرف المستثمرين في الدول الإسلامية، والغير إسلامية، وتسعى الشركات وخاصة شركات المساهمة من خلال استخدامها للصكوك إلى تعبئة الموارد المالية اللازمة لتنمية مشاريعها وزيادة توسعها.

تعد دولة الإمارات العربية المتحدة من البلدان الرائدة في مجال الصيرفة الإسلامية، وخاصة الصكوك التي شهدت نجاحات كبيرة في سوق دبي المالي نظراً للاهتمام الذي أولته حكومة دبي لهذه الأداة، من خلال تسهيل عمليات الإصدار ومنح الإعفاءات الضريبية لمصدريها، بهدف زيادة وتيرة التعامل بهذه الصكوك من أجل توفير السيولة اللازمة للشركات والحكومات، والرفع من وتيرة النشاط الاقتصادي للدولة. **أولاً: إشكالية البحث.**

يمكن طرح إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تمويل شركات المساهمة؟

تندرج تحت التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

✓ ما المقصود بالصكوك الإسلامية؟

✓ ما هي أجال الصكوك الإسلامية المستخدمة في شركات المساهمة المدرجة في سوق دبي المالي عينة الدراسة خلال الفترة 2014-2018؟

✓ ما مقدار مساهمة الصكوك في تنويع مصادر تمويل شركات المساهمة محل الدراسة المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018؟

ثانياً: فرضيات البحث

للإجابة عن إشكالية البحث تم صياغة الفرضيات التالية:

- ✓ تمثل الصكوك أداة مالية حديثة لا تخضع في إصدارها وتداولها لنفس الضوابط والأسس التي تصدر وتتداول بها باقي الأوراق المالية بسوق دبي المالي.
- ✓ تتنوع الصكوك الإسلامية في شركات المساهمة محل الدراسة والمدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، من حيث الآجال فوجد صكوك طويلة الأجل، صكوك متوسطة الأجل وصكوك قصيرة الأجل.
- ✓ تساهم الصكوك في زيادة تنوع مصادر تمويل شركات المساهمة محل الدراسة المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018.

ثالثاً: أسباب اختيار الموضوع

- ✓ الرغبة في دراسة المواضيع المتعلقة بالإقتصاد الإسلامي.
- ✓ الرغبة في التعرف على الأدوات المالية المحركة لأسواق الأوراق المالية ولاسيما منها الحديثة والمبتكرة ومعرفة آليات إصدارها وتداولها.
- ✓ النمو المتزايد الذي يستهدف سوق الصكوك إقليمياً ودولياً، خصوصاً بعد الأزمة العالمية 2008.
- ✓ محاولة تشخيص التجربة الإماراتية في مجال استخدامها للصكوك كمصدر لتمويل شركات المساهمة.

رابعاً: أهداف البحث

تتلخص أهم أهداف هذا البحث في ما يلي:

- ✓ إبراز الدور الذي يمكن أن تقوم به الصكوك باعتبارها أداة من الأدوات التمويلية الحديثة.
- ✓ توضيح الفرق بين الصكوك والسندات التقليدية والأسهم وبيان صور إصدارها وتداولها وهيكلتها، مع بيان ضوابطها وآلية إصداراتها.
- ✓ إبراز دور مكانة الصكوك المصدرة في سوق دبي المالي، كأداة تمويلية تزيد من تعبئة الموارد المالية لشركات المساهمة.

خامساً: أهمية البحث

تكمن أهمية الدراسة في أهمية الموضوع، باعتبار أن الصكوك الإسلامية شهدت نمواً كبيراً في مختلف الأسواق المالية العالمية، بمختلف أشكالها وأنواعها، والمبادئ الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها، باعتبارها البديل الإسلامي للأدوات المالية التقليدية والمنافس لها، حيث لاقت رواجاً كبيراً وأحدثت نقلة نوعية في المالية الإسلامية، بالإضافة لقدرتها على التقليل من المخاطر وتطوير أسواق الأوراق المالية.

سادسا: منهجية البحث.

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، اعتمدنا على المناهج التالية:

✓ **المنهج التاريخي:** استخدمنا هذا المنهج خلال التطرق لمختلف المراحل التاريخية المتعلقة بنشأة وتطور شركات المساهمة محل الدراسة.

✓ **المنهج الوصفي التحليلي:** استخدمنا هذا المنهج في التعرف على مختلف المفاهيم النظرية للصكوك الإسلامية وشركات المساهمة محل الدراسة، وتحليل مختلف البيانات الإحصائية المتعلقة بتطور إصدار الصكوك الإسلامية في سوق دبي المالي، وما مقدار مساهمة الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018.

سابعا: الدراسات السابقة

بعد بحثنا جانبا من مواضيع أخرى تناولت محاور هامة ومختلفة عن الصكوك، فموضوع الصكوك كمصدر من مصادر تمويل شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية، من الموضوعات المالية المعاصرة، والتي تناولها عدد من الباحثين بالبحث والدراسة لحدائته وتطوره، غير أنه بعد الاطلاع على الأبحاث والدراسات المتعلقة بهذا الموضوع، تبين أن أغلب الدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل منفصل، ومع ذلك فهناك عدد من الكتب والمقالات والأبحاث والدراسات التي تقترب في مضامينها من موضوع الدراسة ومنها:

✓ **صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد،** رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، تقدم بها أسامة عبد الحليم الجورية إلى معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق، سنة 2009.

جاءت هذه الدراسة لإبراز أهمية الصكوك من الناحية الاقتصادية، وتفعيل الجانب التنموي من خلال جعل الاقتصاد يعمل ضمن مجال الاقتصاد الحقيقي، وشملت الرسالة.

أربعة فصول، تناول فيها الباحث أنواع الأوراق المالية التقليدية، ثم تطرق لصكوك الاستثمار بتعريفها وذكر خصائصها، وضوابطها الشرعية، كما استعرض الباحث الأنواع المختلفة للصكوك إضافة إلى تداولها وحجمها في أسواق المال، وتطرقت الرسالة في أهدافها إلى البحث في تبيان أهمية الضوابط الشرعية ودور كل نوع من أنواع الصكوك لتحقيق التنمية بما يناسب مجال تطبيقها، حيث استعرض الباحث التأصيل الفقهي لها، ومن النتائج التي توصلت إليها الرسالة، أن الصكوك تتمتع بمرونة عالية تمكن من استخدامها في جميع الجوانب الاقتصادية، وأن تنوع وتعدد هياكل إصدارها من شأنه أن يوفر حولا متنوعا للشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي.

✓ **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية_البحرين)**، وهي عبارة عن مقالة في مجلة الباحث، العدد 2011/09، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، تقدمت بها نوال بن عمارة.

جاءت هذه الدراسة لإبراز أهمية الصكوك ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تطرقت هذه الدراسة إلى الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها وتحديات تطويرها، بالإضافة إلى إبراز دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية من أجل تأسيس سوق مالية ترتكز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى ضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية، والاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية في تطوير سوق مالية إسلامية في البحرين، ومن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، إن عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية تتطلب وجود ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية، تقوم السوق الإسلامية الدولية لإيجاد بدائل استثمارية جديدة، والاستفادة من الأدوات الاستثمارية العديدة المتاحة أمامها.

✓ دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق

المالية الماليزية)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، مقدمة إلى جامعة فرحات عباس سطيف 2012/2013، تقدم بها محمد غزال.

جاءت هذه الدراسة لإبراز الدور الفعال للصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، وقد تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى الإطار النظري لسوق الأوراق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها، مؤشرات وكفاءتها، بالإضافة إلى مفهوم الصكوك الإسلامية والفرق بينها وبين الأوراق المالية الأخرى، والأهمية الاقتصادية لها على المستوى الجزئي والكلّي، ثم انتقل إلى دراسة أثر نشاط إصدار الصكوك الإسلامية على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك ومختلف مؤشرات السوق، ومن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، للصكوك الإسلامية خصائص تجعلها فريدة في بابها وتؤدي دورا فعالا في الحياة الاقتصادية، وإدارة السيولة المالية بين المؤسسات المالية، الصكوك الإسلامية كباقي الأوراق المالية الأخرى تتعرض إلى مخاطر ائتمانية متمثلة في مخاطر مصدري الصكوك ومخاطر أصولها والمخاطر العامة للسوق من مخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف ومخاطر التضخم وغيرها من المخاطر الأخرى.

ثامنا: هيكل الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى مقدمة، خاتمة وثلاثة فصول نلخصها فيما يلي:

✓ **الفصل الأول:** تحت عنوان الإطار النظري للصكوك الإسلامية تعرفنا من خلال هذا الفصل على الصكوك الإسلامية والضوابط التي تقدم عليها، وكذا الفرق بينها وبين الأدوات المالية الأخرى، بالإضافة إلى الأنواع والأشكال التي تتخذها هذه الصكوك، والضمانات التي تقدمها لحاملها بالإضافة إلى المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية.

✓ **الفصل الثاني:** تحت عنوان الإطار النظري لشركات المساهمة ومصادر تمويلها تعرفنا من خلال هذا الفصل على مفاهيم عامة حول الشركات وأنواعها بمختلف تصنيفاتها، كما تناولنا الإطار النظري لشركات المساهمة بمختلف أنواعها، وكذا مصادر تمويل شركات المساهمة.

✓ **الفصل الثالث:** تحت عنوان دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، تعرفنا من خلال هذا الفصل على سوق دبي المالي ومبادئه وهيكله وخصائصه والأوراق المالية المتداولة به، كما سيتم دراسة تطور المركز المالي للشركات محل الدراسة، كما سيتم دراسة تطور الصكوك في تمويل الشركات محل الدراسة.

وفي الأخير خاتمة ضمت خلاصة عامة حول الدراسة، اختبارات الفرضيات وأهم النتائج المتواصل لها، بالإضافة إلى آفاق الدراسة.

الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك الإسلامية

تمهيد:

إن تزايد الاهتمام من قبل المؤسسات المالية الإسلامية في مختلف دول العالم، حول إيجاد أدوات مالية إسلامية تتوافق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، أدى إلى ظهور توليفة جديدة من الأدوات المالية الإسلامية تُعرف بالصكوك الإسلامية، والتي كثر الحديث عنها في الآونة الأخيرة وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة، باعتبارها منتجا إسلاميا خالصا بديلا عن الأوراق المالية التقليدية.

وضمن هذا الإطار، سيتم التطرق إلى أهم الجوانب النظرية المتعلقة بالصكوك الإسلامية، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.

المبحث الثاني: ضوابط وآليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية.

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أبرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي تعد بديلا شرعيا للسندات الربوية، إضافة لكونها منتجا إسلاميا أصيلا، وتعتبر هذه الصكوك من أهم وأكثر منتجات الصناعة المالية الإسلامية انتشارا واستعمالا في مختلف دول العالم، لما لها من مزايا تتفرد بها وتميزها عن بقية الأدوات المالية الأخرى.

وستتطرق من خلال هذا المبحث إلى نشأة ومفهوم الصكوك الإسلامية، خصائصها، أهمية وكذا أهداف الصكوك الإسلامية، مراحل وأطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم الصكوك الإسلامية.

يتناول هذا المطلب نشأة وتعريف الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى أهم خصائصها.

أولاً: نشأة الصكوك الإسلامية.

تعود فكرة طرح الصكوك الإسلامية، بعد ذلك الاهتمام الذي لاقته من طرف علماء الشريعة، كبديل مناسب للسندات الربوية، عندما طرحت للبحث في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976 ثم تبع ذلك عدة محولات كانت أبرزها تلك الدراسة التي بلورة الصورة الأولية للصكوك الاستثمارية الإسلامية، والتي قدمها الدكتور سامي حمود في بحثه "سندات المقارضة"، الذي قدمه ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن عام 1987، وكان المقصود منها إيجاد البديل الإسلامي للسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة.

وقد تطورت هذه الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف وحينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة سنة 1988، الذي خرج بتصوير متكامل وبضوابط شرعية، إصدار بموجبها القرار رقم 30 بشأن سندات المقارضة والسندات الاستثمار، من فتح الباب أمام الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية لإصدار صكوك تبنى على هذه الصيغ الحديثة.

كما يعود إنشاء الصكوك أو شهادات الاستثمار التي تم إصدارها سنة 1983 بماليزيا وذلك بعد البدء عمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا، بعد غرق هذا الأخير على تملك سندات حكومية بمعدلات فائدة المصدرة من طرف البنك المركزي، بإصدار لشهادات استثمار خالية من الفائدة الربوية، لتكن بذلك كأول خطوة نحو التعامل بالصكوك الإسلامية في أول مراحلها.

بدأت فكرة إصدار الصكوك الإسلامية، تتبلور في بعض الدول الإسلامية وهذا في سبيل مواجهة العجز في ميزانياتها، وتعزيز الإنفاق العام وتوفير الأموال اللازمة لبناء المنشأة الحيوية، ومن بين هذه الدول بالإضافة لماليزيا كلا من السودان وباكستان والبحرين والإمارات واندونيسيا وغيرها.

كما عملت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية من خلال إصدار لكتاب المعايير الشرعية، بتخصيص بند خاص بالصكوك الإسلامية (البند رقم 17)، حيث حددت فيه المبادئ الأولية

لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك، التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار الخاص بالصكوك، التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار الخاص بالصكوك، وبذلك وفرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لضوابط وأسس يتم اعتمادها كمرجع في عمليات إصدار الصكوك، كما قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بإصدار معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك.¹

ثانياً: مفهوم الصكوك الإسلامية

قبل التطرق لمفهوم الصكوك يجب التطرق إلى مفاهيم حول التصكيك.

1. مفهوم التصكيك: "عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أدوات قابلة للتداول في سوق رأس المال، وكذلك الديون إلى سندات، أو هو عملية تحويل الأصول والموجودات والديون إلى صكوك تصدر في سوق الأولية وتتداول في السوق الثانوي فهي إذن تتمخض عنها الأسهم و السندات، ويطلق عليها الأوراق المالية".²

والتصكيك بالمضمون الإسلامي هو: "عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة، والمشاركة أو الوكالة في الاستثمار، أو ثمن شراء بضاعة المرابحة أو السلم أو الأعيان المصنعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض، أو تكاليف تحصيلها، إلى أجزاء متساوية يمثل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية".³

2. مفهوم الصكوك الإسلامية:

أ. **الصكوك لغة:** الصكوك جمع الصك، وهو الكتاب الذي يكتب في المعاملات، و يجمع أيضا على أصك و صكك، واصل الصك في اللغة العربية هو الدفع والرد فيقال صكّه صكاً أي دفعه وضربه بقوة، لقوله تعالى: (فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صِرَّةٍ فَصَكَتْ وَجْهَهَا) [الآية 29 الذاريات]، أي ضربت بيدها على وجهها.⁴

ب. **الصكوك اصطلاحاً:** الصك عند أهل الاختصاص من القانونيين و الاقتصاديين قريب من معناه اللغوي، كما يطلق على الوثيقة التي تتضمن إثباتا لحق من الحقوق، كما يطلق على الكتاب الذي يكتب فيه وقائع الدعوى وما يتعلق بها من الإقرارات.⁵

¹ محمدغزال. "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012-2013، ص 78.

² أحمد السعيد. "الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية". دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008، ص 71.

³ مرزوق أمال. "الصكوك ودورها في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية". مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 13/12 أبريل 2016، ص 3.

⁴ أحسن عثمان، خولة مناصرية. "أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية". المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد 3، اللجنة العليا للبحث العلمي، الأردن، 2017، ص 375.

⁵ سالم احمد الكوشلي. "إستراتيجية المصرف في تفعيل تداول الصكوك الإسلامية". مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة مولانا مالك إبراهيم الإسلامية الحكومية مالانج، إندونيسيا، 2015/2016، ص ص 22-23.

ت. تعريف مجمع الفقه الإسلامي الدولي:

عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها "أداة استثمارية تعتمد على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس مال، على أساس رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".¹

ث. تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله".²

ويقصد بالصكوك الإسلامية "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير سائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ثم بيعها في الأسواق المالية في مراعاة ضوابط التداول".³ إذن فالصكوك الإسلامية هي "عبارة عن وثائق أو وحدات متساوية القيمة تكون مسجلة بأسماء حامليها، ولهم نصيب من الأرباح والخسائر، وتكون هذه القيم عبارة عن حصص شائعة من إجمال برأس المال أو قيمة المشروع".

3. مقارنة بين الصكوك وأدوات الاستثمار التقليدية:

تتم التفرقة بين الصكوك وأدوات الاستثمار التقليدية فيما يلي:

أ. الفرق بين الصكوك والسندات:

يمكن تلخيص أهم الفروق بين الصكوك والسندات:

الجدول (1-1): الفرق بين الصكوك والسندات.

الصكوك	السندات
تمثل الصكوك حصص ملكية في أصل محدد.	هي عبارة عن صك مديونية.

¹ السيد بريكة، سناء مرابطي. "دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية". مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، ميله، 2017، ص: 185.

² حكيم براضية، جعفر هني محمد. "دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية". دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص: 170.

³ نوال بن عمارة. "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الإسلامية بالبحرين". مجلة الباحث، العدد 09، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011، ص: 254.

الصك يمثل حصة شائعة في العين أو الأعيان المصككة أو في العقود والأعيان المدرة للربح.	السند يمثل قرضا في ذمة مصدره .
عائد حامل الصك يتحدد بناء على عائد الأصل الذي يملكه وهو متغير من فترة إلى أخرى .	يتحدد العائد على السند بسعر الفائدة المتاح الذي يكون ثابتا حتى اجل استحقاقه
حامل الصك قد يتحمل مخاطر مترتبة على ملكية الأصل.	لا يتحمل السند أية مخاطر مباشرة متعلقة بنشاط الشركة .

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الصوفي ولد الشيباني . "التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية". مجلة الفقه والقانون، العدد الرابع والثلاثون، جامعة نواكشوط، موريتانيا، 2015، ص ص 10 - 11

ب. الفرق بين الصكوك والأسهم:

يمكن تلخيص أهم الفروق بين الصكوك والأسهم في الجدول التالي:

الجدول (1-2): الفرق بين الصكوك والأسهم.

الصكوك	الأسهم
تخضع لأحكام الشريعة الإسلامية .	لا تخضع لإحكام الشريعة .
الصك يمثل ملكية لأصل من الأصول التي تستفيد بها الجهة المصدرة.	السهم يمثل ملكية لصافي كالأصول الشركة المصدرة.
مالك الصك ليس له الحق بالمشاركة في إدارة الشركة ويعتبر حامل الصك ممول للشركة المصدرة.	حامل السهم شريك في الشركة بشكل دائم ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة وله الحق بالمشاركة في إدارتها عن طريق التصويت في الجمعية العامة.
أوراق مالية قليلة المخاطر.	أوراق مالية ذات مخاطر عالية.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الصوفي ولد الشيباني. "التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية". مرجع سابق، ص 11.

4. خصائص الصكوك الإسلامية:

للصكوك الإسلامية خصائص تميزها عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى ويمكن توضيحها كالتالي¹:

أ. **الخصيصة الأولى:** تمثل ملكية حصة شائعة في الأصول فهي تمثل ملكية حاملها أو مالكيها حصصاً شائعة في أصول لها دخل، سواء كانت أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات.

ب. **الخصيصة الثانية:** لها قيمة اسمية محددة أي تصدر بقيمة اسمية محددة يحددها القانون وموضحة في نشرة الإصدار.

ت. **الخصيصة الثالثة:** تصدر بفئات متساوية القيمة بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور، من خلال الأسواق المالية.

ث. **الخصيصة الرابعة:** قابلة للتداول من حيث المبدأ هناك أنواع من الصكوك قابلة للتداول، مثل صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الإجارة، وأنواع غير قابلة للتداول مثل صكوك البيوع علماً أنه يمكن تداولها في لحظة معينة وتحديداً عندما تمثل الصكوك بضاعة، أما عندما تتحول إلى دين في ذمة الغير فلا يصح تداولها.

ج. **الخصيصة الخامسة:** عدم قبول التجزئة بمعنى أن الصك لا يجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.

ح. **الخصيصة السادسة:** استحقاق الربح وتحمل الخسارة بمعنى أن مالك الصك يشارك في غنمه حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحمل غرمه بنسبة ما يملكه من الصكوك.

خ. **الخصيصة السابعة:** تحمل أعباء الملكية يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكيته للأصول الممثلة بالصك، سواء كانت مصاريف استثمارية أو هبوط في القيمة.

د. **الخصيصة الثامنة:** تصدر على أساس عقد شرعي أي تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة، التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها.

¹ زياد الدماغ. " دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي". مؤتمر دولي حول المصرفية الإسلامية والتمويل، يومي

15-16 جوان 2010، ص: 3.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف الصكوك الإسلامية

سنتناول في هذا المطلب الأهمية التي تتميز بها الصكوك الإسلامية، وكذا أهدافها.

أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية

- تكتسي الصكوك أهمية بالغة بالنسبة للعديد من الأطراف سواء أفراد أو مؤسسات أو يتعلق بأسواق المال وبالنسبة للاقتصاد الكلي، وتتمثل أهميتها فيما يلي¹:
- تساهم الصكوك في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول رويًا.
 - بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات.
 - المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي.
 - المساعدة في تطوير أسواق المال الإسلامية المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.
 - تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية (التحتية و التنموية) بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة و الدين العام².
 - تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية ومراكزها المالية.
 - إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم.

ثانياً: أهداف الصكوك الإسلامية

تتمثل أهداف الصكوك الإسلامية في³:

- (1) **زيادة السيولة:** حيث توفر السيولة لمالكي الأصول خاصة التي لا يوجد لها سوق نشطة لبيعها أو أجل استحقاقها بعيدة.
- (2) **تنويع مصادر التمويل:** أي توسيع قاعدة المستثمرين بهدف تحقيق الأموال اللازمة للتمويل في النشاط لغرض الحصول على أموال جديدة، كما تعمل على مواعمة بين أجل الأصول والالتزام للحد من المخاطر.
- (3) **تقليل مخاطر الائتمان:** فمن المعلوم أن المنشأة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء بها لحملة الصكوك، لأن التصكيك هي عملية بيع حقيقي للأصول إلى

¹ ردمان محمد عثمان، عبد القوي. "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة". ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية، بنك التضامن الإسلامي الدولي، دمشق، سوريا، 2009، ص: 16.

²نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص254.

³ لمياء بلحو "أثر الاستثمار في الصكوك الإسلامية على ربحية البنوك الإسلامية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، 2017، ص: 11.

المنشأة المخصصة ومن ثم بيع حقيقي إلى حملة الصكوك، وبذلك تكون قد نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير.

(4) توفير قناة جيدة للمستثمرين: الذين يريدون استثمار فائض لأموالهم ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها.

المطلب الثالث: مراحل وأطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية

سننظر من خلال هذا المطلب إلى مراحل إصدار الصكوك، والأطراف المتعاملة في إصدارها.

أولاً: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية

تتمثل مراحل إصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:

1. مرحلة إصدار الصكوك

وتتم على خطوتين الأولى تشمل إعداد الهيكل التنظيمي، والثانية عملية تصكيك الأصول وبيعها ونوجزها وفق الآتي¹:

الخطوة الأولى: إعداد التصور والهيكل التنظيمي: هو ذلك التصور الذي يهيئ لآلية الاستثمار، بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية، والإجرائية، التنظيمية ودراسة الجدوى، وإدراج كل ذلك في نشرة الاكتتاب.

وتعتبر نشرة الاكتتاب أو الإصدار أو لائحة الصكوك الوثيقة المنظمة للعلاقة التعاقدية القائمة بين الجهة المصدرة والجهة المشاركة (حملة الصكوك)، من حيث الحد الأدنى للمشاركة وفترة الاكتتاب وشروط التداول، ومن حيث طبيعة الصكوك وأهدافها الاستثمارية من جهة، ومكونات الإصدار من جهة ثانية، وكذلك من حيث تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح وكيفية توزيعها وغير ذلك.

وتتزامن مع ذلك وضع لنظام أو لائحة للاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة بعملية الإصدار، ومن الأهمية حسن اختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين من حملة الصكوك.

هذه الخطوات تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك، وهي إما من طرف الممولين، أي بعض البنوك، أو من طرف المستفيد من التمويل وفي غالب الأحوال تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم مقابل عمولة، ويستعين المرتبون لعملية الإنشاء بمختلف الخبرات وفي مقدمتها - بالنسبة للصكوك الاستثمارية الإسلامية - هيئة شرعية، لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للسلامة من الخلل الشرعي.

¹ وفاء مستاوي. "استخدامات الصكوك في البنوك الإسلامية". مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016-2017، ص ص8-9.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها: تقوم الجهة المصدرة ممثلة في الشركة الأم، بإنشاء شركة ذات الغرض الخاص يوكل لها إعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم إصدار مقابلها صكوك وبيعها للمستثمرين. فعندما تحتاج الجهة المصدرة إلى التمويل وترغب في الحصول عليه بطريقة إصدار الصكوك الاستثمارية، أي تصكيك أصول الشركة (الأصول العينية أو المنافع أو الخدمات) فإنها تقوم بالمراحل التالية:

تبدأ عملية إصدار الصكوك، بتحويل أحد الأصول التي تملكها الجهة المصدرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص، لتصدر عنها الأوراق المالية، وتطرحها للاكتتاب العام، وهذا يتطلب شراء هذه الأصول أو بناؤها أو صناعتها، إذا كانت أعيانا كما يتطلب شراء منافع الأصول، إذا كان التصكيك سوف يجري على المنافع، وفي حالة تصكيك الخدمات لابد من شراء تلك الخدمات بمواصفات معينة ولفترة معينة تمهيدا لتصكيكها.

ونظرا لأن الصكوك لا تمثل حقوق في ديون، فإن التصنيف الائتماني للأصول سوف ينصب على جوانب مختلفة عن حالة الديون منها:

أ. طبيعة الأصول المحولة إلى صكوك، ومدى استقرار أسعارها وتحقيق للعوائد المرجوة، والقدرة على استرداد قيمتها الاسمية دون خسارة، فإذا جاء التصنيف دون ما يسمح بتسويق الصكوك بأسعار عائد معينة، وتعتمد الشركة ذات الغرض الخاص إلى تحسين التصنيف عن طريق:

- تقديم ضمانات إضافية لحائزي الصكوك كضمان طرف ثالث للأصل.
- إذا كانت الشركة ذات الغرض الخاص ستقدم الضمان فيمكنها القيام بذلك عن طريق تقديم وعد بشراء أصول الصكوك في نهاية أجلها، سعر السوق وقت الشراء أو بالسعر العادل الذي يحدد بالتقييم وقت الشراء.
- إذا تم تقديم وعد بضمان من طرف ثالث مستقل عن طرفي العقد، يمكن أن يكون الوعد بشراء الأصول بسعر يحدده الواعد.
- يمكن تحسين التصنيف الائتماني أيضا، عن طريق تكوين احتياطي ضد مخاطر استثمار الأصول بإنشاء حساب خاص لذلك، ويتم ذلك باحتجاز نسبة يتفق عليها مع حملة الصكوك في نهاية كل فترة، حتى يصل الاحتياطي إلى نسبة معينة من قيمة الأصول ويبقى الاحتياطي ملكا لحملة الصكوك، يعود إليهم عند التصفية.

ب. قدرة المصدرون للأصول المصكوة (بصيغ التمويل الإسلامي) على الوفاء بالتزاماتهم، وعلى أداء مهامهم الاستثمارية على أكمل وجه.

ت. قدرة حملة الصكوك على الاستحواذ على الأصول والتصرف فيها في حالة عجز المصدرون عن الأداء عند تاريخ الاستحقاق.

ث. ويدخل أيضا في تصنيف الصكوك الجوانب العامة التي لها صلة بطبيعتها مثل: هيكل الصكوك، ومدى مطابقته للشريعة وكذا مؤهلات أعضاء الهيئة الشرعية وخبراتهم السابقة.

2. مرحلة إدارة محفظة الصكوك

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة عن الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تعرف هذه المرحلة:

أ. تعمل الجهة المصدرة باستثمار الأصول المعدة للتصكيك، إذا لم تكن مستثمرة بداية، ويكون استثمارها عن طريق تأجيرها أو المشاركة فيها في إطار مشروع مريح، وإدارة أصول الصكوك ومتابعة استخدامها وصيانتها والتأمين عليها، على أن هذه الخطوة ليست ضرورية في هذه المرحلة، إذ من الممكن القيام بها في المراحل اللاحقة.

ب. تقوم شركة ذات الغرض الخاص، باستثمار ما ليس مستثمرا من الموجودات التي حولت إليها، بغرض التصكيك من خلال عقد من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي، وتتلقى العوائد من الجهة المصدرة (مدفوعات الإيجار والأرباح وغيرها) وصرف الأرباح في مواعيدها لحملة الصكوك تباعا¹.

3. مرحلة إطفاء الصكوك

ويكون ذلك بدفع قيمة الصكوك الاسمية أو قيمتها السوقية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار، ويقصد بها انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة، وتحولها إلى نقود بتسلم حامل الصك لقيمه مقابل التنازل عنه للشركة المصدرة له، ويمكن إطفاء الصكوك إما أن يكون كليا مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار، أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار وصورته، بأنه إذا كان للإصدار مدة محددة فإنه بانتهائها تتم تصفية الموجودات التي يمتلكها الصك، كما يمكن أن تؤول هذه الأصول من الجهة المصدرة بالبيع إلى حملة الصكوك أيضا، وقد يتم التملك لتلك الأصول بالهبة أو بتمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية²

¹ محمد غزال. مرجع سابق، ص: 119.

² المرجع السابق، ص: 119.

ثانيا: أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامي

تنقسم أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية إلى قسمين¹:

1. الأطراف الأساسية في عقد التصكيك

وهي الأطراف الرئيسية التي تشارك مباشرة في عملية التصكيك وتتمثل فيما يلي:

أ. المصدر الأصلي (originator): ومنهم ما يطلق عليه مصطلح جهة الإصدار أو الجهة المنشئة (منشئ الأصل) أو البادئ أو مالك الأصل، وإن اختلفت المصطلحات لكن المعنى واحد، يدل على الجهة المحتاجة للسيولة والتي ترغب في تصكيك أصولها للحصول على السيولة وذلك من خلال حصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك، ونقلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SVP) ويتحصل على مقابلها نقداً، وهو ما يطلق عليه بحصيلة الاكتتاب بهدف استخدامها بصيغة شرعية، وجهة الإصدار قد تكون شركة أو فرداً أو حكومة، أو بنكا مركزيا أو تجاريا أو شركة تمويل أو شركة عقارية أو شركة طيران... الخ سواء من القطاع الخاص أو العام أو الخيري.

ب. وكيل الإصدار (Issuer): وهو من يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، وغالبا ما تكون هذه الشركة شركة ذات غرض خاص المعروفة بـ SVP(Spécial Purpose Vehicle Company) تتولى عملية الإصدار، حيث تتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار، وقد تجمع هذه الشركة بين عدة وظائف توكل إليها كمدير أو أمين استثمار وكذا مدير إصدار وغيرها من الوظائف الأخرى، مع ضرورة أن تكون جهة مستقلة ماليا وقانونيا عن الجهة المنشأة لها والمتمثل في المنشئ، وليست تابعة لها أو فرعا من فروعها، وذلك لتحقيق الشفافية ومراعاة مصالح المستثمرين (حملة الصكوك).

ت. المستثمرون أو حملة الصكوك (Holders Sukuk): ويقصد بها الجهة الراغبة في شراء الأوراق المالية (الصكوك) المطروحة للاكتتاب، والتي تمثل الموجودات سواء كانت هذه الموجودات أعيانا أو منافعا أو خدمات، أو خليط من بعضها أو كلها، بهدف استرداد أصل قيمتها واستحقاق العائد على هذه الصكوك من حصيلة محفظة التصكيك في المستقبل، وقد يكون حملة الصكوك بنوكا تقليدية أو إسلامية أو مؤسسات مالية محلية أو عالمية كبرى أو حكومات أو أفراد... الخ. حيث أن مثل هذه المؤسسات قد تتمتع بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة ترغب الاستثمار في أدوات تمويل شرعية.

¹ سليمان ناصر وربيع بن زياد. "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر". بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014، ص ص: 4-5-6.

ث. محفظة التصكيك (Portfolio Asset): وهي الجزء الهام الذي تدور حوله عملية التصكيك بمختلف أطرافها الأصلية والمساعدة، وتتمثل في وعاء استثماري يضم أصولاً متنوعة تم تصكيكها لصالح المنشئ بهدف الحصول على السيولة لتمويل إنشاء مشروع استثماري جديد أو توسيع قاعدة مشروع قائم وتطويره وفق صيغ التمويل الإسلامية، إذ يتم تحصيل العائد على محفظة التصكيك هذه وإيداعها بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ استحقاقها.

2. الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:

وهم الذين يتم الاتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة لعمليات التصكيك ومن أهمها:

أ. أمين الاستثمار (Trustee): وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي يناط بها مهمة حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة والإشراف على مدير الإصدار ومدى التزامهم بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، كما تحتفظ هذه الجهة بالوثائق والضمانات، وقد يتوافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك وقد يعين لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية والعرف المتعارف عليه، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار، حيث أن الأمين بصفته وكيلًا عن حملة الصكوك تتم إنهاء خدماته بإرادتهم بصفته الموكلين له، وعادة ما تتولى الشركة ذات الغرض الخاص هذه العملية.

ب. هيئة الرقابة الشرعية (Sharia Supervisory Body): وتعتبر الطرف الأكثر أهمية ضمن الأطراف المساعدة في عملية التصكيك، نظراً للدور الذي تلعبه في التأكيد وإعطاء الصبغة الشرعية للصكوك الإسلامية المصدرة من خلال وجود هيئات شرعية تقوم بمراعاة وتوفير متطلبات الأحكام الشرعية في دراسة هيكلية الصكوك ومستنداتها، والعقود المنظمة للعلاقات بين أطرافها وكيفية الاكتتاب في هذه الصكوك، وبعد الاعتماد تعرض على هيئة الرقابة الشرعية جميع الأنشطة والعمليات المزمع الدخول فيها، لتقرر مدى السلامة الشرعية لعملية التصكيك من عدمه.

ت. وكالات التصنيف العالمية: وهي وكالات متخصصة بتقييم مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة وما تتمتع به من ضمانات وتحديد السعر العادل ونسبة المخاطر التي تنطوي عليها الأوراق المالية المصدرة، حيث يزيد عليها في حالة الصكوك الإسلامية تقييم كفاءة العميل في نشاط المشاركة وأمانته وصدقه، وذلك حماية لحملة الصكوك وأهم وكالات التصنيف الإسلامية نجد الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف بالبحرين (IIRA)، والوكالة الماليزية للتصنيف (RAM).

بالإضافة إلى الأطراف المساعدة المذكورة أعلاه، هناك أطراف أخرى مساعدة كمدير (مستشار) الإصدار، ومتعهد تغطية الإصدار (المغطى) وضامن الإصدار ومستشار الطرح، وهذه الأطراف تزيد

الفصل الأول..... الإطار النظري للصكوك الإسلامية

وتتقصد بحسب طبيعة وهيكلية عملية التصكيك وتبعاً لنوعية الموجودات أو أي معايير أخرى يمكن أن تتضمنها عملية التصكيك.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

شهدت الصكوك الإسلامية انتشارا واسعا في الدول الغربية على غرار ما شهدته المنطقة الإسلامية من تطورات في مجال الصكوك الإسلامية، مما أدى إلى تنوع هذه الصكوك فهي تتنوع تبعا لاختلاف نوع الموجودات التي تمثلها. وسنحاول في هذا المبحث التطرق لأهم أنواع الصكوك الإسلامية الأكثر انتشارا، من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: الصكوك القائمة على أساس عقود المشاركة

تتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك المزارعة، صكوك المغارسة والمساقاة، ويمكن توضيحها من خلال ما يلي:

أولا: صكوك المضاربة

تعرف صكوك المضاربة كما يلي:

1. تعريف صكوك المضاربة:

هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.¹

وهي وثائق يصدرها المضارب أو وسيط مالي ينوب عنه بقصد استقلاله باستثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص، أو في مجموع الأنشطة التي يختارها المضارب على أساس عقد المضاربة الشرعية، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة المشروع أو نوع النشاط الذي تستمر فيه حصيلة الصكوك ومدة هذا الاستثمار والأرباح المتوقعة منه وطريقة توزيعها بين المضارب ومالكي الصكوك.² وصكوك المضاربة تمثل حصصا شائعة في موجودات المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار وحتى تاريخ تصفية المضاربة.

2. خصائص صكوك المضاربة:

تتميز صكوك المضاربة بالخصائص التالية:³

- لتمويل بالمضاربة أكثر فعالية من حيث تخصيص الموارد وذلك بالمقارنة مع التمويل القائم على أساس نسبة الفائدة.

¹ مختار بونقاب، زواويد لزهاري. "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة". ورقة بحثية مقدمة للملتقى العلمي الدولي، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، الجزائر، يومي 25-26 أبريل 2018، ص ص: 8-9.

² أسامة عبد الحليم الجورية. "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد". مذكرة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي، بيروت، لبنان، 2009، ص: 59.

³ سالم احمد الكوشلي. مرجع سابق، ص: 41.

- لا ترتب هذه الصكوك على الدولة التزامات ثابتة تجاه الممولين، لأنها تقوم على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة.
 - يتم بيان نسبة الأرباح لكل طرف في نشرة الإصدار، ولا يتحمل المضارب الخسائر ما لم يكن مقصرا في مسؤولياته.
 - صكوك المضاربة قابلة للتداول في أسواق رأس المال ويمكن ضمانها من طرف ثالث.
 - إمكانية شراء الحكومة لصكوك المضاربة من الشريك لاسترداد الصك بأسلوب المشاركة.
 - سهولة مراقبتها ماليا.
- 3. أنواع صكوك المضاربة:**

- يمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون كالتالي:¹
- أ. **صكوك المضاربة المطلقة:** حيث أنها لا تكون مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.
 - ب. **صكوك المضاربة المقيدة:** وتفيد هنا بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع أو السيارات أو غيرها.
 - ت. **صكوك المضاربة المستمرة:** وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح، وبقاء رأس ماله.
 - ث. **صكوك المضاربة المحدودة أو المستردة بالترج:** وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخا بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم أن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

4. التكيف الفقهي لصكوك المضاربة:

يتمثل في ما يلي:²

- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاب لهذه الصكوك، وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبلها.
- الصورة المقبولة شرعا لصكوك المضاربة بوجه عام لا بد أن تتوفر فيها العناصر التالية:
العنصر الأول: أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته.
وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

¹ علام عبد النور. " دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012، ص: 43.

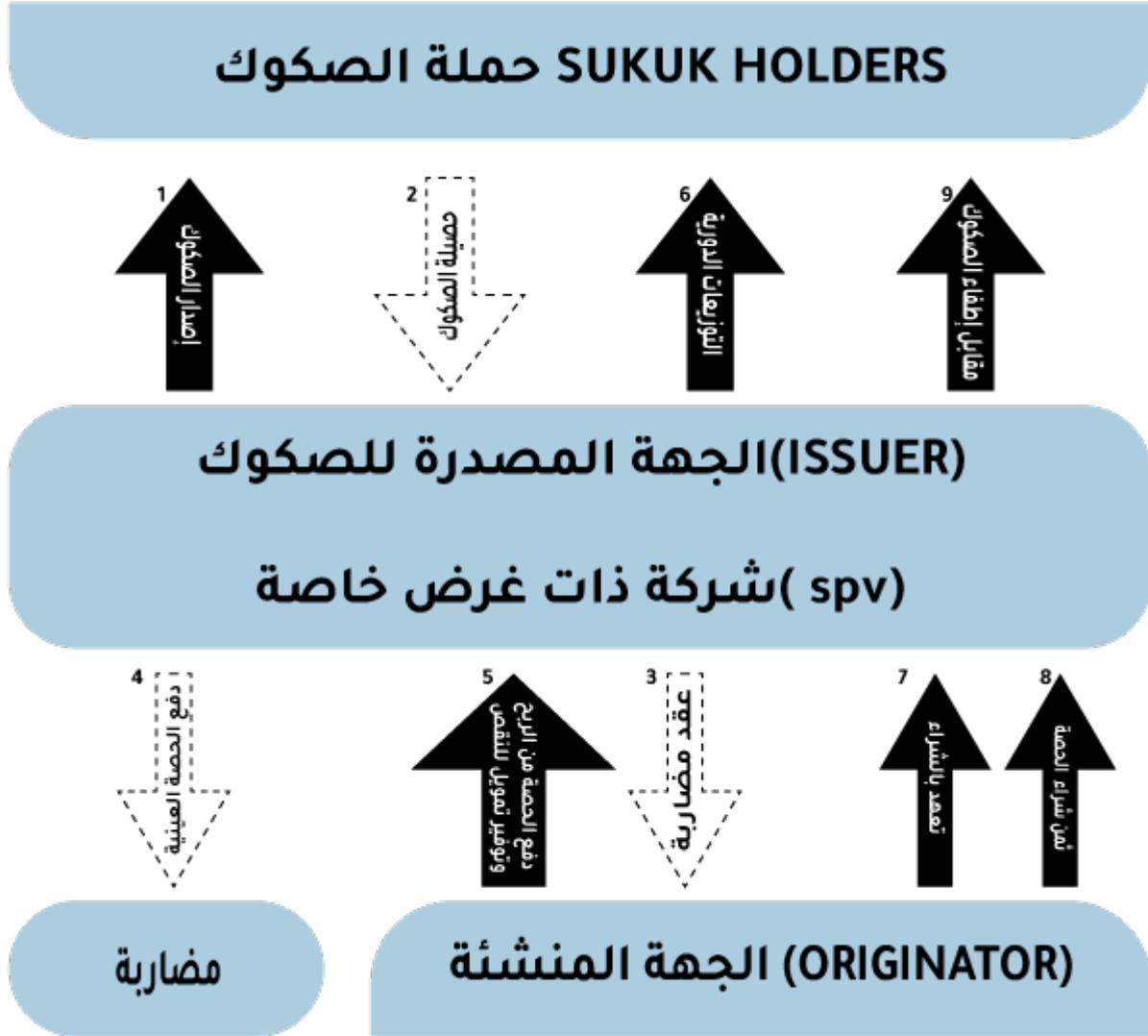
² أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص: 59.

العنصر الثاني: يقوم العقد في صكوك المضاربة على أساس أن شروط التعاقد تحددتها نشرة الإصدار وان الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وان القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة ولا بد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة من حيث بيان معلومية رأس مال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

العنصر الثالث: إن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك فهو رب مال بما أسهم به بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحقيقه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس.

- إن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.
 - مصدر هذه الصكوك هو الجهة الراغبة في استثمار حصيلة بيعها بصفته مضاربا، وقد يكون مصدر صكوك المضاربة مؤسسة مالية راغبة في استثمار حصيلة الصكوك بصفتها مضاربا في مشروع معين أو نشاط خاص تمسك له حسابا مستقلا، أو في جميع أنشطة هذه المؤسسة المالية.
 - المكتتبين في الصكوك هم أرباب المال الذين يرغبون في استثمار أموالهم والحصول على حصة من عوائد هذا الاستثمار، وحصيلة الصكوك هي رأس مال المضاربة.
 - تتضمن نشرة الإصدار جميع شروط عقد المضاربة، من حيث بيان موضوع النشاط الاستثماري ومدته والربح المتوقع منه، وطريقة توزيع هذا الربح وغير ذلك، وقد تقوم المؤسسة المالية بالإصدار بصفقتها منظم إصدار نيابة عن المصدر، ومديرا له نيابة عن حملة صكوك المضاربة، وذلك لحساب المؤسسة المضاربة، أي المستثمرة لحصيلة الصكوك، وتنظم نشرة الإصدار العلاقة بين مدير الإصدار والمضارب الذي يستثمر حصيلة بيع الصكوك.
- وفيما يلي شكل توضيحي لآلية إصدار صكوك المضاربة

الشكل رقم (1-1): آلية صكوك المضاربة



المصدر: مشري فريد. "دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة العالمية". أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016-2017، ص 68.

ثانياً: صكوك المشاركة

تعرف صكوك المشاركة كما يلي:

1. تعريف صكوك المشاركة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملك لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتداول الصكوك بتعيين احد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.¹

¹ مختار بونقاب، زواويد لزهاري. مرجع سابق، ص: 9.

2. خصائص صكوك المشاركة

تتميز صكوك المشاركة بالخصائص التالية:¹

- صكوك ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.
- يمكن تسيلها في أي لحظة في السوق المالي.
- يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.
- ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.

3. أنواع صكوك المشاركة

تنقسم صكوك المشاركة إلى نوعين أساسيين والمتمثلة فيما يلي:²

أ. **صكوك المشاركة الدائمة:** وهي تشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.

ب. **صكوك المشاركة المحدودة:** وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... الخ وتكون نهايتها وفقا لإحدى الصورتين:

- **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:** حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد.
- **صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة:** وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية مثلا عند قيام مشروع حفز منجم ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

¹ هناء محمد هلال محمد الحنيطي. "دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية". مجلة العلوم الإدارية، العدد2، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، الأردن، 2015، ص: 556.

² زاغر هالة. "دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية". ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص ص: 53-54.

4. التكيف الفقهي لصكوك المشاركة:

يتمثل التكيف الفقهي لصكوك المشاركة في ما يلي:¹

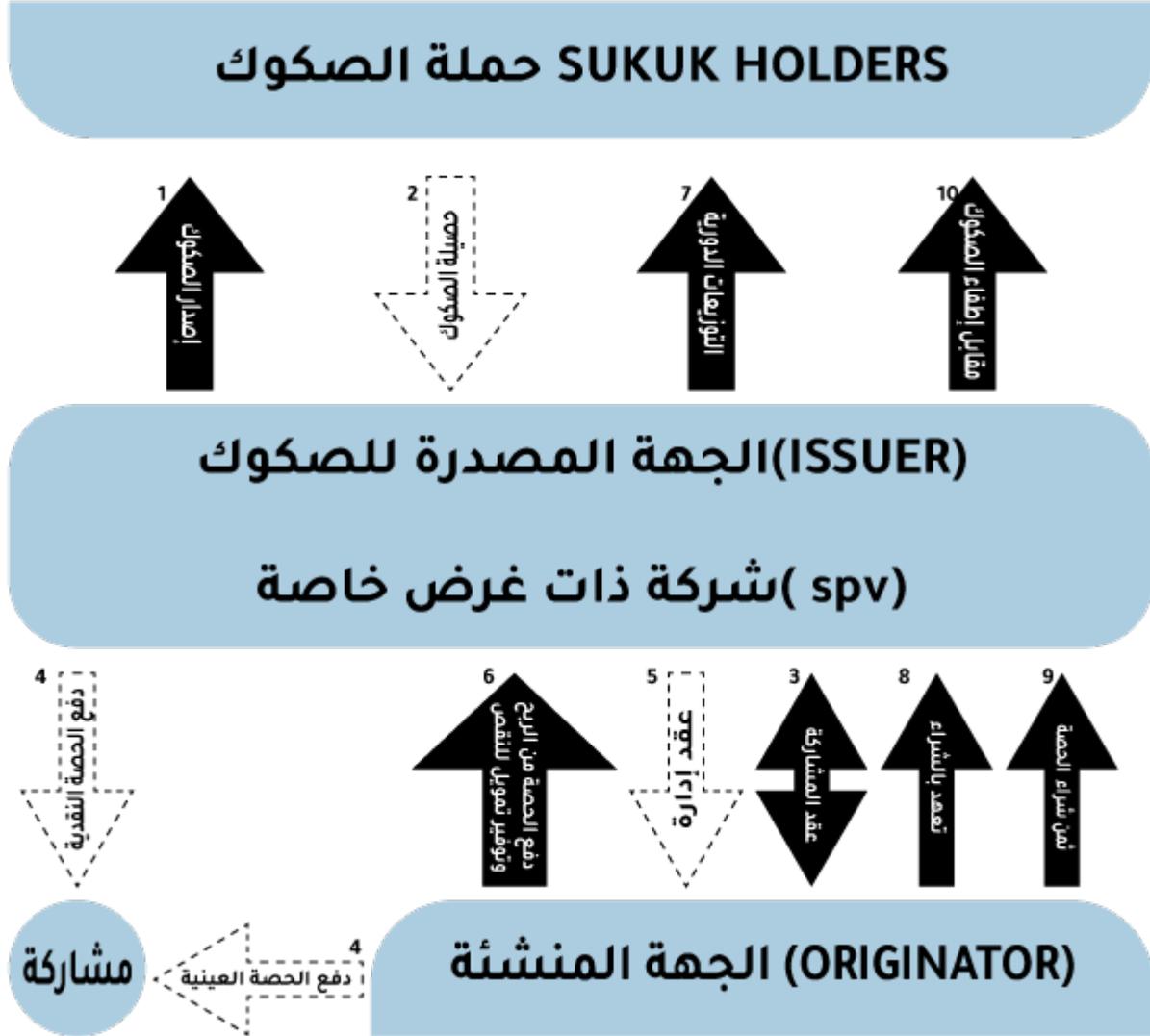
- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجادا لهذه الصكوك وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوب قبولاً لها.
- مصدر الصكوك هو الجهة الراغبة في استثمار حصيلة الصكوك بصفتها شريكا، والمكتتبين في الصكوك شركاء معها يقصدون استثمار أموالهم والحصول على الربح.
- حصيلة الصكوك هي حصص الداخلين في المشاركة، وقد تستخدم هذه الحصيلة مؤسسة مالية ترغب في تطوير مشروع قائم لديها أو لإنشاء مشروع جديد، بصفتها شريكا يطلب من غيره الدخول معه في مشاركة، فتكون هذه المؤسسة مصدر للصكوك لحسابها وشريكا مديرا للمشاركة بأجر تحدده نشرة الإصدار، وقد يقتصر دور هذه المؤسسة على تنظيم عملية الإصدار نيابة عن الشريك المصدر للصكوك المستخدم لحصيلتها، وقد تتولى مع ذلك، وقد تتولى مع ذلك إدارة الإصدار نيابة عن حملة الصكوك.
- تحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة صفة المؤسسة المالية في الإصدار والأجر الذي تتقاضاه باعتبارها مديرا للإصدار.

وفيما يلي شكل توضيحي لآلية إصدار صكوك المشاركة

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص ص 56-57.

الحالة الأولى:

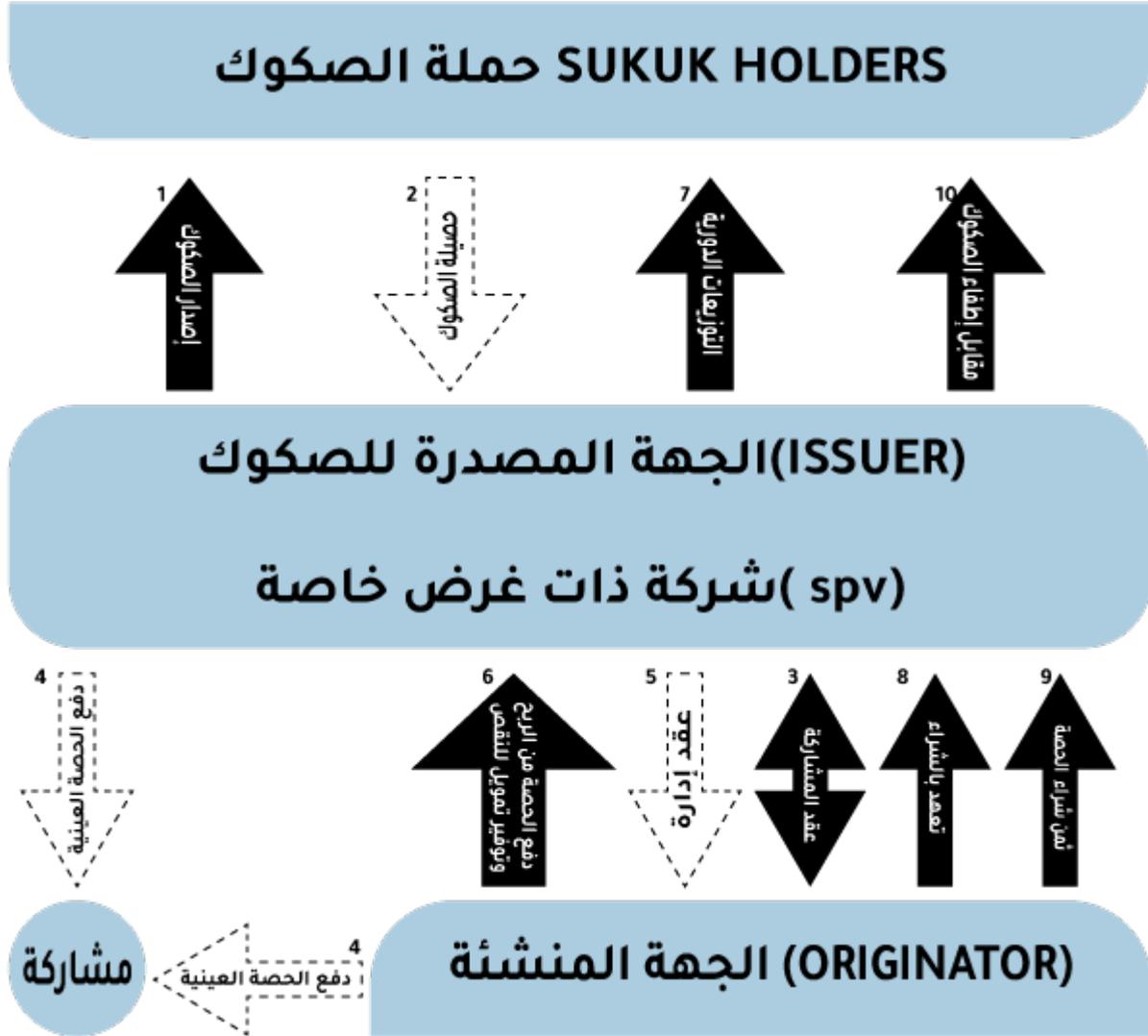
الشكل رقم (1-2): آلية صكوك المشاركة (برأس مال نقدي)



المصدر: مشري فريد. 'دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية'. مرجع سابق، ص70.

الحالة الثانية:

الشكل رقم (1-3):آلية صكوك المشاركة (برأس مال نقدي وعيني)



المصدر: مشري فريد، دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية، مرجع

سابق، ص71.

ثالثاً: صكوك المزارعة

تُعرف صكوك المزارعة كما يلي:¹

1. تعريف المزارعة

تصدر على أساس عقد المزارعة، وتستخدم حصة إصدارها في تمويل زراعة أرض يقدمها مالكيها بناء على هذا العقد، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض، وفي الزرع بعد ظهوره، وفي ثمنه بعد بيعه، ويستحق حملة الصكوك بصفتهم المزارعين حصة معلومة من الزرع،

¹أقانون رقم 4 لسنة 2016 بشأن الصكوك، العدد 2، ص102.

ويستحق مالك الأرض الباقي، وتحدد نشرة إصدار الصكوك ومستنداتها شروط وأحكام عقد المزارع وحصصة كل من حصة الصكوك ومالك الأرض من الناتج.

وتتميز صكوك المزارعة بالخصائص التالية:¹

- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبين فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو غيرهم) وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة.

- يمكن للمصدر هو نفسه المزارع (صاحب العمل)، والمكتتبين هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصصة المتفق عليها مما تنتج الأرض.

2. التكيف الفقهي لصكوك المزارعة

يتمثل التكيف الفقهي لصكوك المزارعة في ما يلي:²

- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاباً لهذه الصكوك، وإقدام المكتتب على النشرة ودفع المبالغ المطلوبة قبولاً لها.

- مصدر هذه الصكوك هي الجهة المالكة لمساحة من الأرض الصالحة للزراعة والتي ترغب في الحصول على التمويل لزراعتها.

- المكتتبين في الصكوك هم المزارعون لهذه الأرض بأموالهم، بقصد الحصول على حصة من المحصول أو الناتج، وحصيلة الاكتتاب تمثل تكاليف زراعة الأرض أي العمل.

- تتولى مؤسسة مالية تنظيم إصدار صكوك المزارعة وتكون هي مديراً للإصدار، وقد تتولى مع ذلك بعض الوظائف الأخرى على النحو الذي تشرحه نشرة الإصدار.

- مصدر الصكوك قد يكون مزارعاً، فرداً أو شركة زراعية متخصصة في المشروعات الزراعية، ولديها رأس مال كافي لتحقيق هذا الغرض، ولكنها ترغب في الحصول على مساحات كافية من الأرض الزراعية.

¹ محمد غزال. مرجع سابق، ص: 96.

² أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص 92.

رابعاً: صكوك المغارسة

تُعرف صكوك المغارسة بما يلي:¹

1. تعريف صكوك المغارسة:

هذه صكوك تحمل قيمة متساوية، ويصدرها مالك الأرض محل التعاقد لتمويل تكاليف الغرس بموجب عقد المغارسة، ويتشارك حملة الصكوك في الأشجار التي تم غرسها وفي الأرض التي تم الغرس عليها وفقاً للعقد.

المصدر لصكوك المغارسة هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبين فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.

وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبين هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرسوا الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.² وتتميز صكوك المغارسة بما يلي:³

- المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبين فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.
- يكون المصدر هو نفسه المغارس (صاحب العمل)، والمكتتبين هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرسوا الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

2. التكيف الفقهي لصكوك المغارسة:

يتمثل التكيف الفقهي في ما يلي:⁴

- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاباً لهذه الصكوك، وإقدام المكتتب على النشرة ودفع المبالغ المطلوب قبولاً لها.
- مصدر هذه الصكوك هو مالك لمساحات واسعة من الأرض الصالحة للزراعة كالدولة، ويرغب بتشجير هذه المساحات بأشجار الفاكهة وبنقصه التمويل اللازم لذلك، فيعمد إلى إصدار صكوك المغارسة لاستخدام حصيلتها في تمويل تسوية الأرض وتجهيزها ومد شبكات الري، ثم غرسها بالشتلات اللازمة.

¹ يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها"، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص 11.

² محمد عوض عودة النعيمي. "دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاستثمار طويل الأجل". أطروحة دكتوراه في تخصص المصارف الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2015، ص 188.

³ محمد غزال. مرجع سابق، ص 96.

⁴ أسامة عبد الحليم الجورية. المرجع السابق، ص 97.

- المكتتبين في الصكوك مغارسون بأموالهم ويستحقون حصة تحددها نشرة الإصدار من الأرض المغروسة بالأشجار بعد بلوغها سن الإثمار.
- حصيلة الصكوك تمثل العمل الذي يقوم به المغارس أو البستاني، وتكون عوائد هذه الصكوك هي ثمن الحصة من الأرض المغروسة بأشجار الفاكهة أو حصيلة بيعها.
- قد تقوم مؤسسة مالية وسيطة بتنظيم عملية الإصدار بصفتها وكيلًا عن المصدر مالك الأرض الموات، وقد تتولى مع ذلك إدارة الإصدار بنفسها أو بواسطة مدير استثمار تعينه وتحدد أجره، وقد تتولى مع ذلك مهام أخرى حسب ما تحدده نشرة الإصدار.

خامسا: صكوك المساقاة

تعرف صكوك المساقاة كما يلي:

1. تعريف 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 المحصول وفق ما حدده العقد.¹
- وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية وينتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة.²
- وتتميز صكوك المساقاة بما يلي³:
- مصدر الصك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر والمكتتبين فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالأشجار.
 - قد يكون المصدر هو الساقى (صاحب العمل) والمكتتبين هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت أرضهم بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

¹ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد. "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية". دراسات اقتصادية إسلامية، العدد1، المجلد 20، السعودية، 2014، ص5.

² قرومي حميد. "صناعة الصكوك الإسلامية واقع وأفاق". مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول "المالية الإسلامية بصفاقس تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية"، جامعة صفاقس، تونس، يومي 16-17 جوان 2014، ص6.

³ ابتسام دبيي، حكيمة تواتي. "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، 2016-2017، ص: 23.

2. التكيف الفقهي لصكوك المساقاة

يتمثل التكيف الفقهي لصكوك المساقاة في ما يلي:¹

- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجابا لهذه الصكوك وإقدام المكتبتين على النشرة ودفع المبالغ المطلوب قبولها لها.
- مصدر هذه الصكوك مالك لمساحات واسعة في أشجار الفاكهة ويرغب في تمويل رعاية هذه الأشجار، من السقي والتهديب والتسميد ومعالجة الآفات الزراعية وغير ذلك مما يحتاج إليه الشجر.
- المكتبتين في الصكوك مساقين يتولون رعاية بساتين الشجر بأموالهم واقتسام محصول الفاكهة حسب الاتفاق الذي تمثله نشرة الإصدار، بينهم وبين مالك الشجر.
- تقوم المؤسسة المالية الوسيطة بتنظيم عملية الإصدار نيابة عن مصدر الصكوك، ثم إدارته نيابة عن حملة الصكوك، وقد تتولى مع ذلك مهام أخرى حسبما تقرره نشرة الإصدار.

المطلب الثاني: القائمة على أساس عقود البيع

سنتطرق من خلال هذا المطلب لأنواع الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عقود البيع.

أولاً: صكوك المرابحة

تعرف صكوك المرابحة كما يلي:²

1. تعريف صكوك المرابحة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة المرابحة، والمكتبتين هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك جملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها.

وتتميز صكوك المرابحة بما يلي:³

- إشباع حاجات الأفراد من السلع وغيرها من الحاجيات.
- فتح أبواب ملائمة لاستثمار وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين.
- تنشيط التجارة الداخلية على أساس شرعي.

¹ أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع سابق، ص: 94.

² حكيم براضية. "التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية". مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010-2011، ص: 89.

³ هناء محمد هلال الحنيطي. مرجع سابق، ص: 557.

- دعم الصناعة الوطنية والقطاعات الاقتصادية المختلفة من زراعة وخدمات... الخ.

2. أهداف إصدار صكوك المرابحة

من بين أهداف هذا الإصدار من جهة المستثمرين والمصدرين:¹

أ. **هدف المستثمرون (حملة الصكوك):** شراء صك ذو أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد، ومخاطر محددة بمخاطر عدم وفاء المصدر للصك بقيمة الصك في أجله، لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك (ديون نشأة عن بيع بعقد مرابحة).

ب. **هدف المصدر:** الحصول على سيولة الأصول، نشأة عن ديون عقود المرابحة ونقل مخاطر عدم السداد إلى المستثمر (مالك الصك).

ت. **الوسيلة:** تأسيس وحدة ذات غرض خاص يمتلكها المصدر، تحدد مجموع عقود المرابحات التي يراد تسهيلها، وتباع هذه العقود إلى الوحدة ذات الغرض الخاص التي تعمل على إصدار صكوك تباع إلى المستثمرين بقيمة أقل من القيمة الاسمية لعقود المرابحات، والفرق يكون عائد الاستثمار في الصكوك أو الفائدة على الصكوك.

ث. ولتحسين الجدارة الائتمانية للصكوك، قد يضمن المصدر سداد عقود المرابحة، وقد يؤمن على تلك الديون لدى شركات تأمين، كما تقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر الصك.

3. التكييف الفقهي لصكوك المرابحة

يتمثل التكييف الفقهي في ما يلي:²

- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجاباً لهذه الصكوك وإقدام المكتبتين على النشرة ودفع المبالغ المطلوب قبولاً لها.

- مصدر الصك واعد بشراء المرابحة ومستتر لها بعد تملك البائع لهذه البضاعة وقبضه لها القبض الناقل للضمان، وهذه العملية جائزة بدليل ما قال الإمام الشافعي رحمه الله في كتابه الأم: "وإذا أرى الرجل الرجل السلعة، فقال: اشتر هذه وأربحك فيها كذا، فاشترها الرجل فالشراء جائز، والذي قال: أربحك فيها بالخيار إن شاء أحدث فيها بيعة وإن شاء تركه". أجاز المالكية أيضاً هذا النوع من التعامل جاء في كتبهم: "من البيع المكروه أن يقول: أعندك كذا وكذا تبيعه مني بدين؟ فيقول: لا، فيقول: ابتع ذلك، وأنا أبتاعه منك بدين وأربحك فيه، فيشتري ذلك، ثم يبيعه منه على ما تواعدا عليه".

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي. "الوظائف الاقتصادية للصكوك- نظرة مقاصدية". ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010، ص ص16-17.

² أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص ص79-80.

- المكتتبين في الصكوك هم البائعون لهذه البضاعة بقصد الحصول على الربح.
- حصيلة الصكوك هي تكلفة شراء البضاعة، والربح هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المربحة نقدا وبيعها بالأجل.
- تتولى المؤسسة المالية - مقابل أجر معين- تنظيم عملية الإصدار نيابة عن المصدر، وإدارة العملية الاستثمارية نيابة عن حملة صكوك المربحة، فتقوم بتلقي حصيلة الاكتتاب وتوقيع عقد شراء بضاعة المربحة ودفع ثمنها لبائعيها الأول، ثم توقع عقود النقل والتأمين وتدفع مصاريف الشحن ونفقات التأمين، ثم توقع عقد بيع المربحة مع الواعد بالشراء، وتحصل منه على الثمن في مواعيد استحقاقه وتوزعه على حملة صكوك المربحة.
- لا يجوز تداول صكوك المربحة بعد تسليم بضاعة المربحة للمشتريين أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.

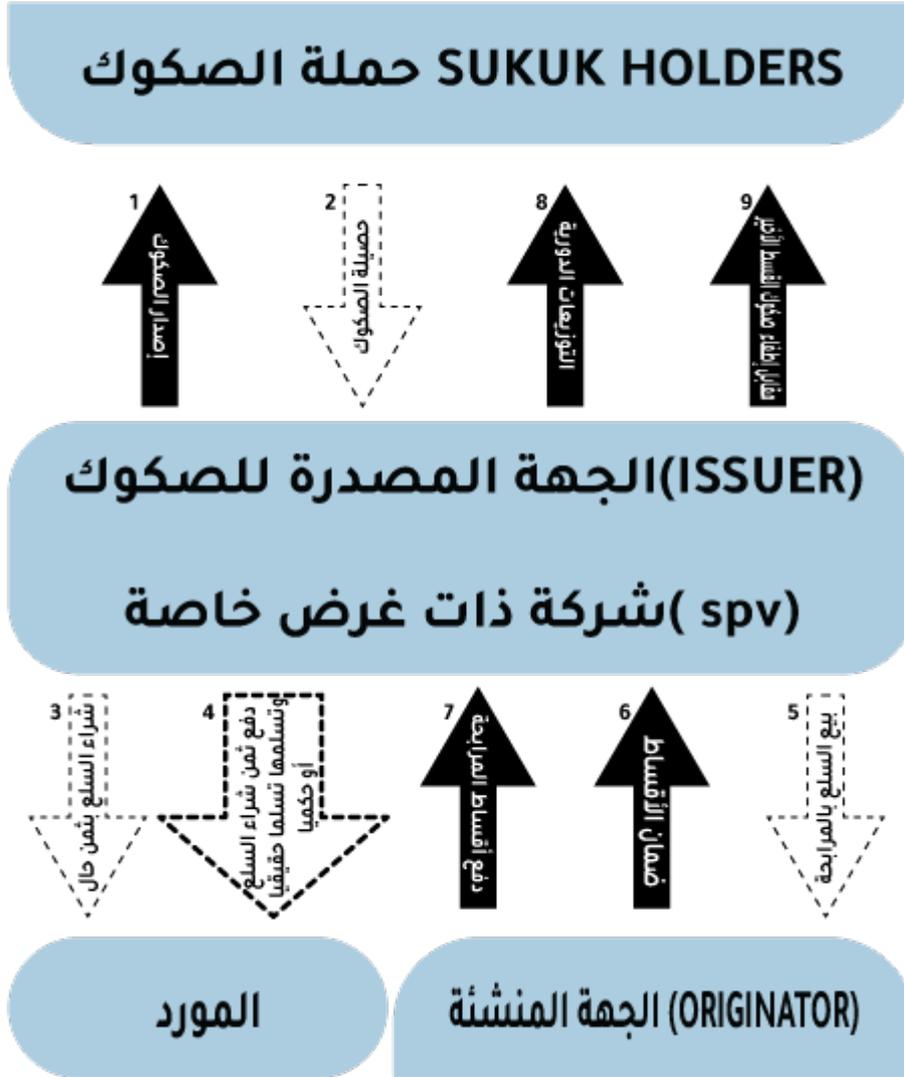
4. خطوات إصدار صكوك المربحة

- يتم إصدار صكوك المربحة وفق الخطوات التالية:¹
- أ. تقديم العميل لوعده بشراء سلعة بمواصفات محددة.
 - ب. قيام المصرف الإسلامي ب:
 - تحديد قيمة السلعة المطلوبة.
 - طرح صكوك المربحة بقيمة السلعة المطلوبة.
 - تملك السلعة لأصحاب الصكوك.
 - بيع السلعة للواعد بالشراء -على أساس الوكالة- عن طريق أقساط، ووفق ربح معلوم ومحدد.

وفيما يلي شكل توضيحي لآلية إصدار صكوك المربحة

¹كبيش محمد. " دور الصكوك المالية الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، 2015-2016، ص65.

الشكل رقم (1-4): آلية صكوك المرابحة



المصدر: مشري فريد. "دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية"، مرجع سابق، ص74.

ثالثاً: صكوك السلم

يتم تعريف صكوك السلم كما يلي:¹

1. تعريف صكوك السلم

صكوك السلم شهادات ذات قيمة متساوية تصدر لجمع رأس المال الذي يدفع مقدماً على شكل ثمن للسلعة التي تسلم لاحقاً، يصدر بائع سلع السلم الشهادات في حين يكون المكتبتين مشتري تلك السلعة، أي أنهم مالكو السلعة عند تسليمها، وفي حالة السلم الموازي يحق لحملة صكوك السلم سلعة السلم أو سعر البيع عند تسليمها.

¹محمد أيوب. "النظام المالي في الإسلام". أكاديمية انترناشيونال، بيروت، لبنان، 2009، ص636.

تتميز صكوك السلم بما يلي:¹

- تشغيل أموال المستثمرين بربح جيد.
- توفير التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال حسب الأحكام الشرعية.
- ضمان الحصول على السلعة وقت احتياجاتها بسعر مناسب.

2. أهمية صكوك السلم

تكمن أهمية صكوك السلم في ما يلي:²

- تصلح صكوك السلم لتمويل عمليات زراعية مختلفة، حيث يمكن أن يتعامل البنك الإسلامي مع المزارعين الذين يتوقع أن توجد لديهم السلعة في الموسم من محاصيلهم أو محاصيل غيرهم التي يمكن أن يشتروها أو يسلموها إذا أخفقوا في التسليم من محاصيلهم.
- يمكن استخدام صكوك السلم في تمويل النشاط الزراعي والصناعي، لاسيما تمويل المراحل السابقة لإنتاج وتصدير السلع والمنتجات الرائجة وذلك بشرائها سلما وإعادة تسويقها بأسعار مجزية.
- يمكن تطبيق صكوك السلم في تمويل الحرفيين وصغار المنتجين الزراعيين والصناعيين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج في صور معدات وآلات ومواد أولية كرأس مال سلم مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها.

3. التكيف الفقهي لصكوك السلم

- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إيجابا لهذه الصكوك وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوب قبولها لها.
- مصدر الصك بائع لبضاعة السلم، وهي بضاعة موصوفة في الذمة يلتزم البائع بتسليمها لمشتريها في أجل محدد، في مقابل ثمن حال دفع عند التعاقد أو بعده بثلاثة أيام على الأكثر.
- المكتتبين في الصكوك مشترون لهذه البضاعة بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، أو بيع بضاعة بنفس المواصفات بسلم مواز، تُسلم بعد قبض بضاعة السلم.
- حصيلة الصكوك هي ثمن بضاعة السلم.
- دور المؤسسة المالية في ذلك هو دور منظم الإصدار نيابة عن المصدر، ومدير الإصدار نيابة عن حملة الصكوك مقابل أجر أو عمولة، فيقوم بتنفيذ عقد السلم، فيوقع هذا العقد مع المسلم إليه ويسلمه حصيلة الصكوك باعتبارها هي ثمن السلم، ثم يتولى بيع بضاعة السلم بعد قبضها

¹هنا محمد هلال محمد الحنيطي. مرجع سابق ، ص556

²يسعد آسية. "كفاءة الصكوك المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، 2014-2015، ص21.

وتوزيع حصيلة البيع على حملة صكوك السلم، وقد يتولى مع ذلك بعض الوظائف الأخرى حسب ما تنص عليه نشرة الإصدار¹.

4. إجراءات إصدار صكوك السلم

تتم عملية إصدار صكوك السلم وفق مراحل متتالية نذكرها:²

- يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات الغرض الخاص يمتلكها بالكامل على أن يقبل الأول بيعها السلعة محل التمويل سلماً للثاني، ويقبل الثاني الشراء من الأول بثمن حال وتسليم السلعة آجلاً في الزمن المحدد.
- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتحديد كمية ونوعية السلعة التي ستكون محل التمويل، وذلك عن طريق إصدار صكوك سلم ذات اجل ثابت وقيم متساوية وعائد ثابت أو صغير للمستثمرين.
- يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون ثمن السلعة عاجلاً للشركة ذات الغرض الخاص.
- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسديد المبلغ المتحصل عليه من المستثمرين (حملة الصكوك) إلى المصدر مقابل تسليم السلعة في المستقبل.
- عند الأجل أو الآجال المحددة يسلم المصدر السلعة المشتراة سلماً للشركة ذات الغرض الخاص ويدفع ثمنها.
- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة دفع مبلغ ثمن سلعة السلم المتحصل عليه عند الأجل من طرف المصدر للمستثمرين.
- عند الأجل تسترجع الشركة ذات الغرض الخاص لصكوك السلم من عند المستثمرين، وتنتهي عملية التصكيك وتُحل الشركة ذات الغرض الخاص.

ثانياً: صكوك الإستصناع

تعرف صكوك الإستصناع كالتالي:

1. تعريف صكوك الإستصناع

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحامل الصكوك.³

¹أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص84.

²لمياء بلحو. "اثر الاستثمار في الصكوك الإسلامية على ربحية البنوك الإسلامية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 2016-2017، ص25.

³ سامح كامل الغزالي. "معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية". مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015، ص24.

وهي تشبه صكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل مسدد كاملا أو مقسطا، وتعتبر السلعة من الديون العينية لأنها موصوفة في الذمة، وتعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل البائع أو المشتري.¹

تتميز صكوك الإستصناع بما يلي:²

- توفر هذه الصيغة تمويلا متوسط الأجل لتلبية الاحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة.
- يمكن استعمال هذه الصيغة لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية ذات الجدوى.
- تسمح هذه الصيغة بتمويل مشروعات البنية التحتية مثل: الطرق والمجاري وما شابهها.
- تشجع هذه الصيغة وتساعد في الاستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية.

2. أنواع صكوك الإستصناع

يمكن تقسيم صكوك الإستصناع باعتبارات مختلفة، حيث يمكن تقسيمها من حيث جهة الإصدار ومستوى الإصدار ويأتي تفصيل ذلك فيما يلي:³

أ. من حيث جهة الإصدار تنقسم إلى:

- **صكوك الإستصناع الحكومية:** وهي صكوك الإستصناع الحكومية التي تصدرها الحكومة أو من يقوم مقامها.
- **صكوك الإستصناع الأهلية:** وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها من قبل الهيئات أو المؤسسات الأهلية غير الحكومية مثل: الشركات والمصارف والمؤسسات المالية الأهلية وغيرها.

ب. من حيث مستوى الإصدار تنقسم إلى:

- **صكوك الإستصناع المحلية:** وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها على المستوى المحلي، ويكون الاكتتاب والتداول في حدود دولة معينة.
- **صكوك الإستصناع الدولية:** وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها على المستوى الدولي، ويكون الاكتتاب والتداول دوليا وعالميا.

ت. من حيث الأجل تنقسم إلى:

¹ بدروني عيسى، بادة فاروق. "صيف التمويل الإسلامي كتوجه حديث للسياسة المالية للمؤسسة في الجزائر". مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 02، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، 2016، ص 59.

² هناء محمد هلال محمد الحنيطي. مرجع سابق، ص 556.

³ معوش شافية. "أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، 2012-2013، ص 54.

- صكوك الإستصناع قصيرة الأجل: وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها، ويتم استخدام حصيلتها في مشروع قصير الأجل، وغالبا لا تتجاوز مدته سنة واحدة.
- صكوك الإستصناع متوسطة الأجل: وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها، ويستخدم حصيلتها في مشروع متوسط الأجل، ومدته من سنة واحدة إلى خمس سنوات.
- صكوك الإستصناع طويلة الأجل: وهي صكوك الإستصناع التي يتم إصدارها، ويستخدم حصيلتها في مشروع طويل الأجل ومدته خمس سنوات فأكثر.

3. التكيف الفقهي لصكوك الإستصناع

- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة إجابة لهذه الصكوك وإقدام المكتتبين على النشرة ودفع المبالغ المطلوب قبولها لها.
- مصدر الصكوك قد يكون مشتريا لعين مصنعة وهي عين موصوفة في الذمة، يلتزم بائعها بتحصيلها أو بتصنيعها بمواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معين، في مقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده في أجل محدد.
- المكتتبين في هذه الصكوك هم البائعون لهذه العين بقصد تحقيق ربح، يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن تصنيعها في إستصناع مواز وبين ثمن الإستصناع.
- حصيلة الصكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الإستصناع الموازي لها.
- تتولى المؤسسة المالية الإسلامية مثلا تنظيم عملية الإصدار نيابة عن المصدر، وتكون مديرا للإصدار نيابة عن حملة الصكوك، فيقوم بجمع حصيلة الاكتتاب وتوقيع عقد الإستصناع مع المستصنع، وتصنيع العين المبيعة، أو توقيع عقد استصناع مواز ودفع الثمن للصانع، ثم تسليم العين المصنعة للمستصنع وتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة صكوك الإستصناع، وقد تتولى مع ذلك وظائف أخرى حسب ما تحدده نشرة الإصدار.
- قد توقع المؤسسة المالية عقد استصناع، بصفتها صانعا، ثم تصدر صكوك استصناع مواز لاستخدام حصيلتها في تصنيع العين، فتكون المؤسسة المالية في هذه الصكوك مستصنعا وحملة الصكوك صانعا، يستحقون الفرق بين تكلفة تصنيع العين وبين ثمن العين المصنعة الذي حددته المؤسسة المالية المستصنع في نشرة الإصدار¹.

¹أسامة عبد الحليم الجورية. مرجع سابق، ص 86-87.

4. أطراف و آلية إصدار صكوك الإستصناع

تتمثل هذه الأطراف والآليات فيما يلي:¹

أ. أطراف عملية إصدار الصكوك

غالبًا ما نجد أربعة أطراف في عملية إصدار صكوك الإستصناع هي:

- المستفيد من إصدار الصكوك: مصرف، مؤسسة مالية، الحكومة...الخ.
- الجهة المصدرة للصكوك: وهي جهة ذات غرض خاص وهو أشبه بصندوق مضاربة ذي هدف محدد.
- المستثمرون (المكتتبين في الصكوك).
- الصانع(المقاول).

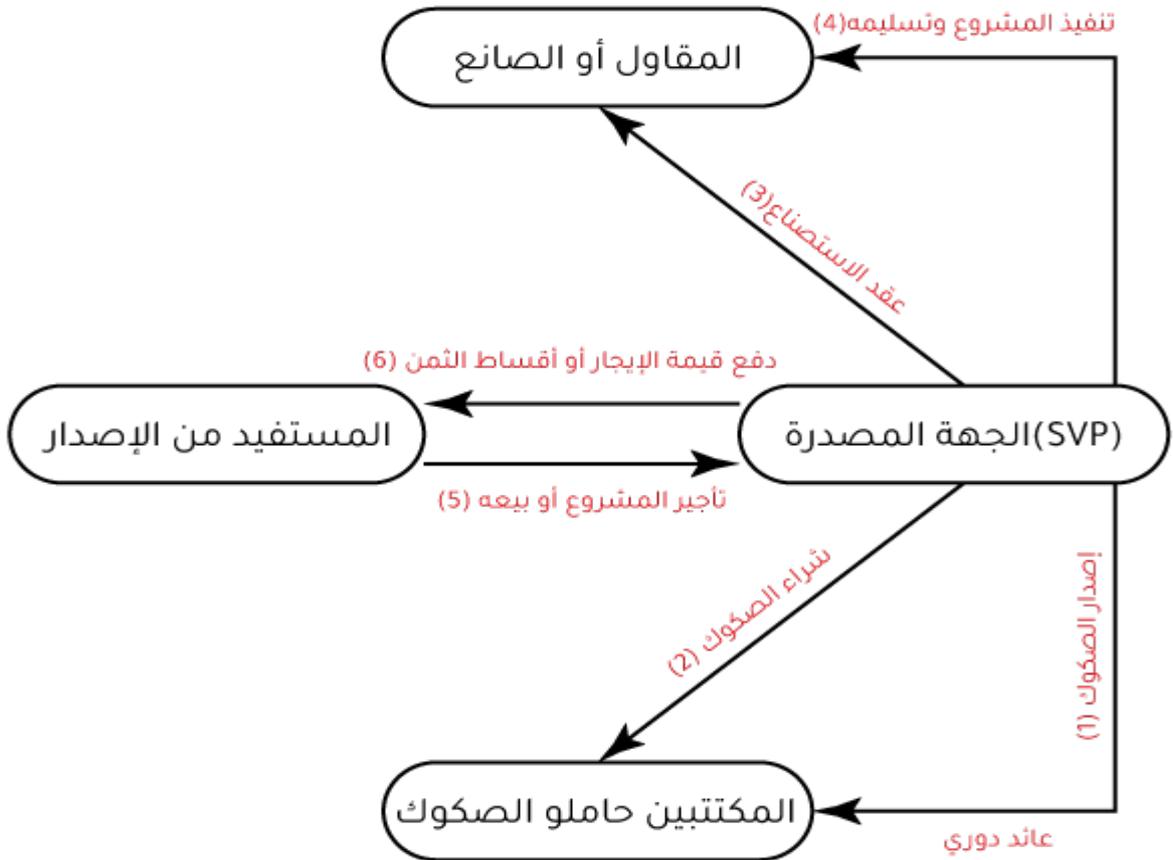
ب. آلية إصدار صكوك الإستصناع

تتم عملية إصدار الصكوك وفق الآليات التالية:

- تقوم الهيئة المستفيدة من الإصدار بدراسة المشروع الذي ترغب في تنفيذه من جميع الجوانب (دراسة جدوى كاملة).
 - يقوم المستفيد بإنشاء صندوق ذي غرض خاص يتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة يتولى الإشراف على جميع العمليات المتعلقة ب:
 - إصدار الصكوك والترويج لها.
 - بيع الصكوك وتحصيل ثمنها.
 - القيام بالتعاقد مع المقاولين لإنجاز المشروع...الخ.
 - عند الانتهاء من انجاز المشروع يتم بيع الأصل للمستفيد، أو تأجيله له إجازة منتهية التملك يحقق لأصحاب الصكوك عائدا دوريا مناسباً إلى حين انتهاء العقد.
- ويمكن توضيح إجراءات وآليات إصدار صكوك الإستصناع بالشكل الموالي

¹ عبد الحميد فيجل. "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص96.

الشكل رقم (1-5): آلية صكوك الإستصناع



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على: عبد الحميد فيجل. "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي"، مرجع سابق، ص 97.

المطلب الثالث: الصكوك القائمة على أساس عقود أخرى

سننتظر في هذا المطلب إلى أنواع الصكوك الإسلامية القائمة على أساس عقود أخرى

أولاً: صكوك الإجارة

عرف صكوك الإجارة كالاتي:

1. تعريف صكوك الإجارة:

صكوك الإجارة تتعلق بالأعيان والأصول المؤجرة، وتحمل قيمة متساوية، ويصدرها مالك العين المؤجر أو وكيل هو مقصود المعاملة هو بيع العين المؤجر عن طريق الصكوك ليصبح حاملها هم ملاك الأصل وكذلك المستفيدون من ريع تأجيرها، بقدر أنصبة الصكوك التي يحملها كل واحد في الأصل المؤجر.¹

¹ يوسف حسن يوسف. مرجع سابق، ص 6.

على سبيل المثال يمكن أن تكون هناك بناية مؤجرة، ويكون داخلها الشهري أو السنوي هو عائد حملة الصكوك الذين يعتبرون شركاء في ملكية البناية، وبالإضافة إلى عائد الإجارة فإن حامل الصك يمكنه بيع الصك.

2. خصائص صكوك الإجارة

تتميز صكوك الإجارة بالعديد من الخصائص، نذكر منها ما يلي:¹

- صك الإجارة ليس مبلغا محددًا من النقود، ولا يدين على جهة معينة أكانت شخصية طبيعية أم اعتبارية، وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءًا معلومًا (سهما) من ملكية أصل مستعمل، كعقار، طائرة، باخرة، أو مجموعة من الأصول المستعملة متماثلة من حيث النوع أو الصنف إذا كانت مؤجرة تحقق عائداً محددًا بعقد الإجارة.
- يمكن إصدار صكوك إجارة اسمية، ويتم تحويل ملكيتها بالقيود في سجل معين، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها، كلما تغيرت ملكيتها، كما يمكن أن تكون لحاملها، بانتقال ملكية الصكوك بالتسليم.
- لمالك صك الإجارة الحق في بيعه في السوق الثانوية، بالسعر السائد في السوق، نظراً لخضوع أثمان الأعيان والأصول لعوامل السوق (العرض والطلب).
- يستحق مالك الصك عائد معيناً هو الأجرة، وتدفع في أجالها المحددة بحسب شروط نشرة الإصدار، مطروحا منها مختلف المصاريف المبنية وفق أحكام عقد الإجارة.
- يجوز للمستأجر الذي له حق الإجارة من الباطن (أن يأجرها مرة ثانية) أن يصدر صكوك إجارة أخرى تمثل حصصاً شائعة في المنافع التي يمتلكها بالاستئجار بقصد إجارتها من الباطن، ويشترط لجوازها أن يتم إصدار الصكوك للاكتتاب فيها قبل إبرام العقود مع المستأجرين، سواء تم الإجارة بمثل أجرة الإجارة الأولى أو أقل منها أو أكثر، أما إذا أبرمت العقود مع المستأجرين، فلا يصح إصدار الصكوك، كونها تمثل ديوناً للمصدر على المستأجرين.
- منع تداول بعض صور صكوك الأعيان المؤجرة لفترة معينة، في حالة حصيلة الصكوك مازالت تمثل نقود وديون، أما إذا أصبحت أكثريتها آلات، ومبان وأصول مع جزء يسير ديناً، عندئذٍ يسمح ببيع وشراء الصكوك.
- مرونة صكوك الإجارة، إذ تتمتع بمرونة كبيرة سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أم من حيث المصدرين لها أم من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، أم من حيث الخيارات المتعددة للمصدرين، أم من حيث إمكانية صياغة صورة أخرى لصكوك الإجارة.

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص ص 91-92.

3. أنواع صكوك الإجارة

تنقسم صكوك الإجارة إلى نوعين والمتمثلة فيما يلي¹:

أ. **صكوك الملكية في الأصول المؤجرة**: شهادات ذات قيم متساوية يصدرها مالك الأصول المؤجرة أو أصل سيؤجر (بناء على الوعد)، أو وكيله المالي، بغية استعادة قيمة الأصل عبر الاكتتاب ويكون المكتتبين مشتري الأصل يصبح حملة شهادات مالكين مشتركين للأصل مع مغانمه و مغارمه.

ب. **صكوك ملكية الانتفاع من الأصول**: لهذه الشهادات أنواع مختلفة، منها ما يلي:

- **صكوك ملكية الانتفاع من الأصول قائمة**: لهذه المستندات أصول متساوية القيمة يصدرها مالك حق الانتفاع من أصل قائم أو وسيط مالي يعمل لحساب المالك نفسه تكون الأموال المعبأة من الاكتتاب ثمن حقوق الانتفاع، ويصبح حملة الشهادات مالكين لحق الانتفاع إلى جانب المغانم والمغارم، ويجوز الاتجاه بشهادات ملكية حقوق الانتفاع بالأصول الملموسة قبل عقد تأجير الأصول من الباطن عندما تؤجر الأصول من الباطن، تمثل الشهادات ذم الأجرة المدينة، ما يجعلها بشهادات دين لذا فان هذه الشهادات تخضع لقواعد الديون ومتطلباتها ويجوز أن يسترد المصدر صكوك ملكية الانتفاع من الأصول الملموسة من حملة الصكوك بعد تخصيص الصكوك ودفع مبالغ الاكتتاب، أما بسعر السوق وإما كما اتفق عليها عند الشراء.
- **صكوك ملكية حقوق الانتفاع التي ستوافر في المستقبل وفقا للوصف**: وهي شهادات ذات قيمة متساوية تصدر من اجل استئجار الأصول التي سيوفرها المؤجر في المستقبل، في حين تسترد الأجرة من دخل الاكتتاب، وفي هذه الحالة يصبح حملة الصكوك مالكين لحق الانتفاع من الأصول المستقبلية ويكون المكتتبين مشترين لحقوق الانتفاع ولهم مغانمها ومغارمها يمكن الاتجار بمثل هذه الصكوك بعد تحديد الأصول ولا يجوز التعاقد من الباطن لتأجير حقوق الانتفاع من أصل سيكون متاحا لاحقا أو الاتجار بها قبل تحديد الأصل، وفي هذه الحالة يجب أن يكون الاتجار بحقوق الانتفاع في حالة التأجير من الباطن تكون مماثلة لما بحث أعلاه.
- **شهادات ملكية خدمات مورد محدد**: شهادات ذات قيمة متساوية تصدر من اجل توفير خدمات عبر مورد معين (مثل برامج تعليمية في جامعة معينة) أو بيعها والحصول على القيمة على شكل دخل اكتتاب، وفي هذه الحالة يصبح حملة الصكوك مالكين للخدمات.
- **شهادات ملكية خدمات ستوفر في المستقبل وفقا للوصف**: مستندات ذات قيمة متساوية من اجل توفير الخدمات أو بيعها عبر مورد غير قائم من خلال وصف المعقود عليه (مثل برامج

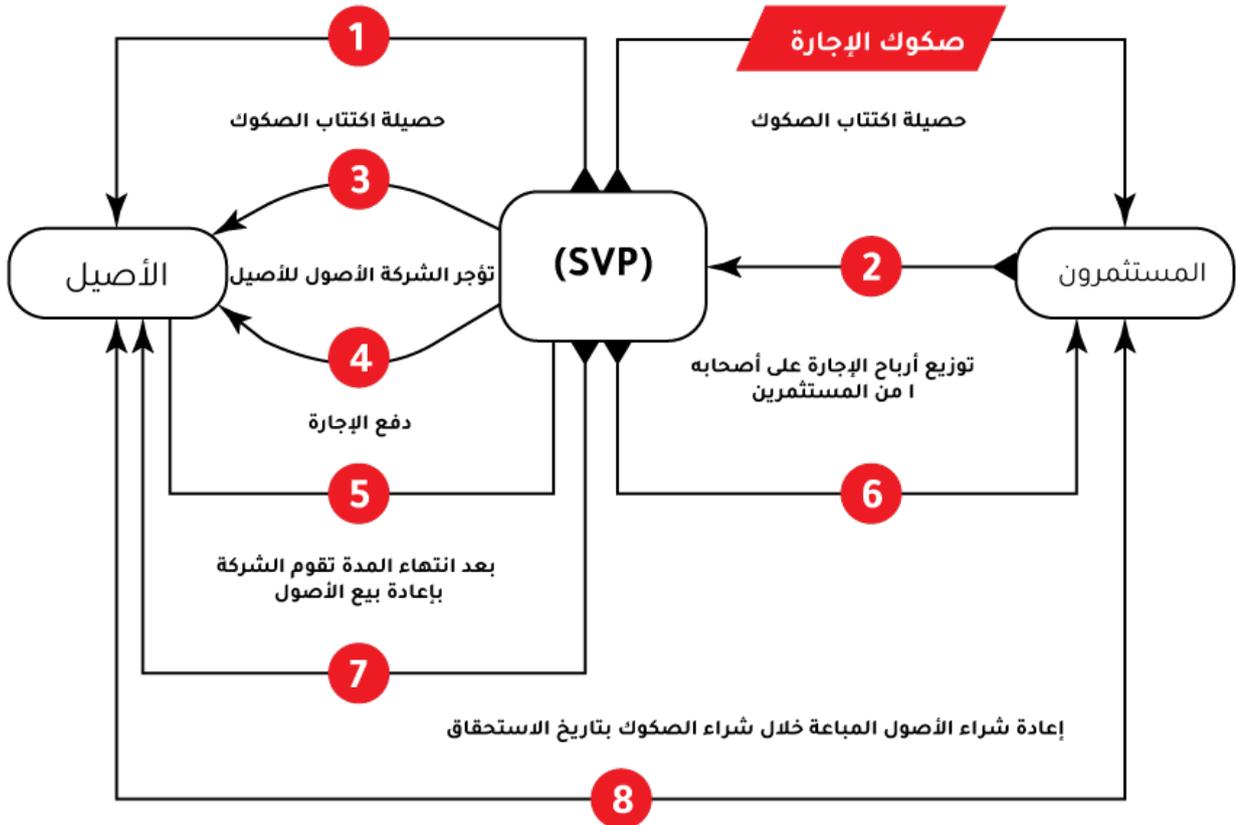
¹محمد أيوب. مرجع سابق، ص ص632-633.

تعليمية ذات نوعية وجدول ومدة معينة، الخ، دون ذكر المؤسسة التعليمية) والحصول على القيمة على شكل دخل ائتمان، وفي هذه الحالة يصبح حملة الصكوك مالكيين للخدمات.

يمكن توضيح تنظيم عملية صكوك الإجارة من خلال الشكل التالي

الشكل رقم (1-6): نموذج تنظيم عملية صكوك الإجارة

تصدر الشركة الصكوك للمستثمرين التي تمثل ملكية منفعة الأصول



المصدر: عبد الحميد فيجل. "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي"، مرجع سابق، ص 99.

ثانياً: صكوك الوكالة بالاستثمار

تعرف صكوك الوكالة بالاستثمار كما يلي:

1. تعريف صكوك الوكالة بالاستثمار

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.¹

¹ أحمد محمد حسين إبراهيم الهايج. "استخدام الصكوك لتمويل الاستثمارات العامة". مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة، مصر، 2012، ص 19.

كما جاء في تعريف آخر لهيئة AAOIFI لهذه الصكوك بكونها: "وثائق يصدرها فرد أو شركة، بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلا بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر، ويكتتب الموكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار الصكوك والحصول على الربح، وتحدد نشرة الإصدار طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها".¹

2. خصائص الوكالة بالاستثمار

تتمتع صكوك الوكالة بالاستثمار كغيرها من الصكوك بخصائص نذكر منها:²

- تصدر الصكوك من طرف الوكيل بالاستثمار، وحملة الصكوك هم الموكلون ويقصدون استثمار أموالهم من أجل الحصول على العائد، والأموال المجمعة من الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من أصول بغنمها وغرما ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.
- دور المؤسسة المالية المصككة (شركة ذات الغرض الخاص) هنا كدور المضارب، غير أنها يكون مبلغا محددًا بنسبة من رأس المال المستثمر، وليس نسبة من الربح كالمضارب، وقد يقتصر دور المؤسسة المالية المصككة على تنظيم عملية الإصدار نيابة عن المصدر، بالإضافة إلى وظيفة مسير الإصدار، يمكن للمؤسسة المالية أن تقوم بدور حماية حقوق مالكي الصكوك في مواجهة الوكيل، وتحصيل عوائد الاستثمار وتوزيعها على حملة الصكوك.

3. أركان صكوك الوكالة بالاستثمار

للكوكالة الاستثمارية عند جمهور الفقهاء، أربعة أركان رئيسية هي:³

- أ. **الموكل:** وفي صكوك الوكالة بالاستثمار هو العميل الذي يتقدم إلى الجهة المصدرة للصكوك لينيبها في القيام بالتصرف الاستثماري الذي يرغب توكيلها فيه.
- ب. **الوكيل:** وهو في صكوك الوكالة بالاستثمار الجهة المصدرة للصكوك التي حصلت على الحق في التصرف الاستثماري.
- ت. **الموكل فيه:** أي المعقود عليه، موضوع العقد، هو العمل الذي وكل فيه العميل الجهة مصدرة الصكوك القيام به.

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص 64.

² محمد غزال، مرجع سابق، ص 95.

³ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص ص 95-96.

ث. الصيغة: وهي العقد أو المحرر الذي تصاغ بها علاقات وحقوق والتزامات كل طرف من طرفي عقد الوكالة.

ثالثا: الصكوك البترولية

تعرف الصكوك البترولية كالاتي:¹

1. تعريف صكوك البترول

وهي صكوك تقوم على بيع السلم المعروف فهي تمثل كمية محددة من البترول تتبعه الدولة لحامل الصك، ويستحق تسليمه في اجل محدد وتدفع قيمة الصك عند البيع.

مثلا تطرح الدولة في شهر أو تبيع كمية من النفط التي ستقوم باستخراجها من الآبار في آخر شهر ديسمبر مثلا، وتقوم البنوك والمؤسسات المالية بشراء تلك الصكوك النفطية بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقا، ولا شك أن هذا السعر يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لصاحب الصك.

فمثلا تكون قيمة الصك عشرة آلاف دينار لكمية محدودة ومعينة من البترول وتكون مدونة في الصك ولنفرض أن كل صك يمثل عشر براميل، فعند تاريخ استحقاق هذه الصكوك (صكوك السلم النفطية) تقوم الدولة بتوفير الكمية المتفق عليها من النفط وتقدمها للجهة الموكلة من قبل أصحاب الصكوك (قد تكون وزارة أو تكون هيئة)، فتقوم ببيعها بصفتها وكيلا عن أصحاب الصكوك في السوق العالمية وتوزع قيمة المباع على أصحاب الصكوك نسبة وتناسبا، وقد تكون النتيجة ربحا وقد تكون خسارة على حسب السعر السوقي في وقت البيع.

كما يمكن للدولة استعمال السلم في أي إنتاج قومي كالقمح أو البترول أو المطاط وغير ذلك من المعادن وغيرها... وذلك من أجل سد حاجياتها أو من أجل امتصاص الفائض المالي.

رابعا: الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم

تعرف الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم كما يلي:

1. تعريفها

وهي صكوك ذات أجل معلوم، مع إعطاء حاملها حق الخيار بتحويل الصك إلى أسهم في رأس مال الشركة المصدرة للصكوك على أساس سعر تحويلي محدد في العادة عند إصدار الصكوك،

¹علام عبد النور. مرجع سابق،ص46.

وفي الغالب يكون حامل الصك مخيّراً بين استيفاء قيمة الصك وبين امتلاك أسهم في الشركة المصدرة، أما الشركة فلا خيار لها وهي ملزمة بتنفيذ ما يختاره.¹

¹ علي محمد موسى. "الصكوك الاستثمارية: مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها". مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية - دورية علمية محكمة-، المجلد 13، العدد 2، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2016، ص 76.

المبحث الثالث: ضوابط وآليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

تخضع عمليتي إصدار وتداول الصكوك للعديد من الشروط والضوابط الشرعية، لضمان خلوها من أي خلل شرعي وأيضا لضوابط اقتصادية، للتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية. سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى الضوابط الشرعية والاقتصادية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى المخاطر والضمانات المقدمة لحملة الصكوك.

المطلب الأول: الضوابط الشرعية والاقتصادية لإصدار وتداول الصكوك

تضمن المعيار رقم (17) لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسة المالية الإسلامية بعض الضوابط الهامة للصكوك والتي يوجد في الغالب اتفاق عليها بين معظم المؤسسات المالية، وهي كالآتي:

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

نظرا لاتساع تطبيق الصكوك عالميا و الإقبال المتزايد عليها، وما تناقلته وسائل الإعلام المختلفة من اتهامات وشبهات حول الصكوك الإسلامية، قام المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدة اجتماعات ليوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة أن تلتزم بما يلي:¹

1. عند إصدار الصكوك:

- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعا وقانونا، سواء كانت أعيانا أو منافع أو خدمات، كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقيها في موجوداته.
- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمم مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير المقصودة في الأصل.

2. عند تحديد سعر الأصول:

- أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول في الصكوك الإسلامية لتسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك، وقرر أن سعر بيع الأصول إذا كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فينبغي ألا تتجاوز 1.33 مرة من قيمة السوق، وعلى الجانب الآخر إذا كانت الأصول تباع بسعر منخفض يجب ألا يقل سعر البيع عن 0.67 مرة من قيمة السوق أي أن $0.67 < \text{سعر بيع الأصول} < 1.33$

¹حكيم براضية، مرجع سابق، ص ص 97-98.

3. عند استخدام الإيرادات

- يمكن استخدام الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية مادامت الأدوات المستخدمة موافقة مع الشريعة الإسلامية، وكذلك أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها من قبل الشريعة الإسلامية.
- وكذلك يمكن استخدام هذه الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك للعمليات التجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تنطوي في أي الأنشطة والأدوات المخالفة للشريعة.
- تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار.
- العائد بمثابة الربح، وليس بمثابة الربا.
- استعمال رأس مال الصكوك فيما يتوافق مع الشريعة اعتمادا على المبادئ الشرعية التي قررتها هيئة الرقابة الشرعية.

4. عند تداول الصكوك

- من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر هو من التصرفات الجائزة شرعا، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثله الصك، فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا تضع قيودا على التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش... وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة. فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما يعرف من أحكام عقد الصرف، كذلك فإن التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم بيع الدين بالدين، وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلى أجل أطول إلى غير ذلك في التفصيلات الفقهية.

ثانيا: الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية.

- 1 يرى الدكتور "كمال توفيق حطاب" أن أبرز الضوابط الاقتصادية هي التالية:¹
(1) التأكد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق، وتجنب كافة العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخداع.
- (2) أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين، فالتعامل مع المالكين الحقيقيين يقلل من الوسطاء والمضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعا وانخفاضا وفقا لمصالحهم.

¹حكيم براضية، جعفر هني محمد. "دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية". دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص ص189-191.

- 3) فرض قيود على المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بحيث توجه أموال للاستثمار وليس للمقامرة، ففي بورصة طوكيو كمثال لا يسمح لمثل هذه المؤسسات باستثمار نسبة تزيد عما تحدده سلطة السوق.
- 4) المراقبة المستمرة لعمليات السوق بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية.
- 5) التأكد على ضرورة منع عمليات البيع بالهامش أو بزيادة المدائبات على حساب الأصول.
- 6) فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار.
- 7) التحكم بأوقات التداول بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الاستثنائية.
- 8) توفر سوق أوراق مالية كفؤة تتميز بالعمق والاتساع حتى تجد الصكوك مجالاً للتسبيل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها للمعالجة نقص في السيولة، كما تقوم السوق المالية بالتسعير الكفؤ للأوراق المالية... الخ والتخصص الأمثل للموارد المالية...
- 9) وبدون توفير هذه السوق، وتمتع الصكوك بالتداول، فإن الاستفادة من الصكوك ستظل محدودة للغاية، ولا يقتصر الأمر على الصكوك فقط، بل إن عدم توفر هذه السوق يؤثر بالسلب على أداء البنوك الإسلامية في مجموعها.

المطلب الثاني: آلية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

سنتناول في هذا المطلب آلية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

أولاً: آلية إصدار الصكوك الإسلامية

- تشمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية تتلخص فيما يلي:¹
- 1) إعداد التصور والهيكل التنظيمي: الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة المسائل القانونية وتضمين ذلك في نشرة الإصدار، وربما يتزامن ذلك مع وضع النظام أو اللائحة أو الاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.
 - 2) تمثيل حملة الصكوك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص، وذلك لتمثيل المستثمرين في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة.
 - 3) طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.
 - 4) تسويق الصكوك: وهو إما أن يتم بالطرح مباشرة إلى الجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك التي تمثل الموجودات إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة من البنوك وهو يقوم ببيعها وتسويقها إلى حاملي الصكوك.

¹ حكيم راضية، مرجع سابق، ص 182-183.

5) التعهد بتغطية الاكتتاب: حيث تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة من قبل مؤسسة مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد الذي يتطلب منها توفير السيولة وتستهدف منه الحصول على نصيب من الربح.

ثانيا: آلية تداول الصكوك الإسلامية

نميز في عملية تداول الصكوك ثلاث حالات وهي:¹

1) الحالة الأولى: أن تكون موجوداتها من الأعيان والمنافع تشمل أنواع الأصول الثلاثة الآتية:

- الأعيان: وتتضمن الأصول غير المتداولة، وهي إما أن تكون عقارات أو منقولات، الأصول المتداولة غير المالية والعروض المعدة للبيع.

- المنافع: يقصد بها الفوائد العرضية التي تستفاد من الأعيان.

- الحقوق المعنوية: منها حقوق الاسم التجاري والرخصة التجارية.

2) الحالة الثانية: تكون موجوداتها من النقود والديون.

- إذا كانت نقودا: تكون بهذه الحالة عند مرحلة بدأ الاكتتاب وحتى بدأ التصرف وتحويلها من مال إلى أعيان، وفي هذه الحالة تخضع لأحكام الصرف.

- إذا كانت ديناً: إذا كانت ديناً تجب عليها شروط الدين.

3) الحالة الثالثة: أن تكون موجوداتها مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود ودين، في هذه الحالة يجوز

تداول الصكوك وفقاً للمتراضي عليه، على أن يكون في الغالب حسب هذه الحالة أعياناً ومنافعاً،

حسب ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة، في دورتها السابعة عشر، قرار

رقم 158 (17/7) لسنة 2006 أنه يجوز بيع الدين ضمن خطة أغلبها أعياناً ومنافعاً.

الخلاصة هي أن المبدأ الذي يستقى من أحكام المعاملات المالية الإسلامية هو التوسع في

التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقيد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون.

المطلب الثالث: مخاطر الصكوك والضمانات المقدمة لحملة الصكوك.

في هذا المطلب سنتناول ما يتعرض له حملة الصكوك من مخاطر عديدة وما يقابلها في ذلك ضمانات مقدمة لحملة الصكوك الإسلامية.

أولاً: مخاطر الصكوك الإسلامية.

إن الاستثمار في الصكوك الإسلامية محاط بالكثير من المخاطر فالصكوك الإسلامية باعتبارها وثائق

متساوية القيمة تصدر على أساس عقد شرعي لتمويل نشاط استثماري معين، فإنها تمثل أصولاً مالية ضمن

المشروع الاستثماري وباعتبار إن هذه الأصول المالية حولت إلى صكوك إسلامية على أساس صيغ التمويل

الإسلامية فإن تلك المخاطر تكون على مستويين، المستوى الأول يتمثل في المخاطر التقليدية التي تتعرض

¹ بن الصالحية وسيلة، استخدام الصكوك كأداة تمويلية من قبل شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، الجزائر، 2016-2017، ص 23.

لها الاستثمارات بمختلف أنواعها سواء كانت تقليدية أم إسلامية، أما المستوى الثاني في تمثل في المخاطر الكامنة في كل صيغة من صيغ التمويل الإسلامية التي يصدر الصك على أساسها، ومن أبرز المخاطر التي يمكن أن تواجه هذه الصكوك ما يلي:¹

(1) **المخاطر المخالفة للشريعة الإسلامية:** الصكوك أداة مالية تقوم على أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، ومخالفتها لتلك الأحكام في أي فترة من عمر الصك يؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان الصك إلى فساد بعض الشروط، ولكل نوع من أنواع الصكوك له ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب تجنب الوقوع فيها، ومعرفة كيفية الحد منها وطرق معالجتها.

(2) **المخاطر القانونية:** قد يحدث تعارض بين الأنظمة المخالفة للشريعة الإسلامية والنظم الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنه يتم إهمال تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية عند التحاكم.

(3) **المخاطر التشغيلية:** هي مخاطر التعرض للخسائر التي تنجم عن عدم كفاية أو انخفاض العمليات الداخلية أو الأشخاص أو الأنظمة التي تنجم عن أحداث خارجية تؤثر هذه المخاطر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.²

(4) **المخاطر المالية:** وتشمل كل من:

أ. **مخاطر الائتمان:** تعرف بأنها المخاطر الناجمة عن عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، وتكون هذه المخاطر في الصكوك الإسلامية نتيجة سوء اختيار العميل، كما تنشأ أيضا في حالة استخدام حصيلة الاكتتاب في الصكوك في مشاريع تجارية تقوم على المبادلات.³

ب. **مخاطر سعر الصرف:** وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة، ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر أيضا عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى.

ت. **مخاطر تذبذب العائد:** تتشابه مع مخاطر أسعار الفائدة في السندات التقليدية، فكلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس

¹ صفية أحمد أبو بكر. "الصكوك الإسلامية". بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، جامعة أسيوط، مصر، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص: 18-19.

² عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص: 136، 164.

³ عماري صليحة، سعدان أسية. "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها". ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013، ص: 15.

صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار، وبالأخص للصكوك المصدرة بموجب عقد الإجارة والسلم و الإستصناع.¹

ث. **مخاطر التضخم:** تعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية، والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا مع زيادة مكوناتها من النقود والديون.²

(5) **مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:** هناك مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية حيث نجد:³

أ. **مخاطر صكوك المضاربة:** تتمثل مثلا في سوء الأمانة وعدم كفاءة الشريك المضارب، بالإضافة إلى سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وكذا صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية.

ب. **مخاطر صكوك المشاركة:** مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة و كذلك صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية.

ت. **مخاطر صكوك الإجارة:** تتمثل في ارتفاع نسبة التضخم مقرونة بطول فترة السداد، وكذلك مشاكل الصيانة للعين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها...الخ.

ث. **مخاطر صكوك الإستصناع:** مثلا مخاطر التخزين ويطلق عليها المخاطر الزمنية، أو عدم سداد الأقساط واختلاف مواصفات الأصل المصنع بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد التصنيع.

ج. **مخاطر صكوك البيوع:** تتمثل في تأخير دفع الأقساط، أو هلاك السلعة قبل التسليم، لأن المتابعة هنا تكون على عاتق البنك.

ثانيا: الضمانات المقدمة لحملة الصكوك.

من أهم ضمانات حملة الصكوك ما يلي:⁴

(1) **ضمانات شرعية:** حيث للمشروع الاستثماري للصكوك هيئة رقابة شرعية تضمن الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية وأن المعاملات شرعية وأن الريح حلالا طيبا.

(2) **ضمانات حكومية:** تحصين مشروعات الصكوك من التأميم أو المصادرة أو الابتزاز ونحو ذلك وفقا مما تقرها القوانين الحاكمة للصكوك.

(3) **ضمانات اقتصادية:** وتعني أن للمشروع دراسة جدوى اقتصادية وليس مشروعاً وهمياً أو شكلياً حيث يطمئن حامل الصك أن أمواله مستثمرة في مشروع فعلي.

¹ لعلو بوخاري، وليد عايب. "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر". الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي برج بوعريش، الجزائر، 2008، ص: 10 :

² عماري صليحة، سعدان آسية، مرجع سابق، ص: 17.

³ المرجع سابق، ص: 18.

⁴ نزار سناء، دور آلية التوريد المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص: 116.

4) ضمانات إدارية: ويقصد بها أن القائمون على أمر المشروع من ذوي الخبرة والكفاءة والأمانة والمصداقية.

خلاصة الفصل لأول

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل الخاص بالإطار النظري للصكوك الإسلامية، سمح لنا بالخروج ببعض المفاهيم عن الصكوك، فالصكوك الإسلامية بديل للسندات الربوية، وهي تمثل وثائق متساوية القيمة لحصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات نشاط استثماري، تصدر على أساس عقد شرعي، كما تميزها جملة من الخصائص عن سائر الأوراق المالية ومن أهمها أنها تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، تحكم عملية إصدارها وتداولها مجموعة ضوابط شرعية واقتصادية وذلك وفقاً لآليات محددة، وللصكوك الإسلامية أنواع عديدة حسب صيغ التمويل الإسلامي من مضاربة، مشاركة، مرابحة، إجارة، سلم، الإستصناع، مزارعة، مغارسة ومساقاة، ولكل نوع خصائص ومزايا تميزه عن الأنواع الأخرى، كما أن للصكوك ضمانات تعتبر كتدابير وقائية لحملة الصكوك إذ يمكن لحامل الصك أن تدفعه لشرائها والمطالبة بها، في حالة تعثر سدادها في آجال استحقاقها (ضمان من الطرف الثالث، ضمان القيمة الاسمية)، ولا تخلوا من المخاطر إذ يمكن أن تتعرض لمخاطر مختلفة كالمخاطر التشغيلية والقانونية، بالإضافة إلى مخاطر صيغ التمويل الإسلامي.

**الفصل الثاني: الإطار
النظري للشركات المساهمة
ومصادر تمويلها**

تمهيد:

إن تزايد حاجات الإنسان وتطورها عبر العصور، وسعي هذا الأخير لتحقيقها حث على التعاون بهدف تليبيتها ومنذ ذلك اندفع الأشخاص إلى توحيد الجهود والطاقات على أساس أن قدرة أحدهم منفرد قد تعجز عن تحقيق النجاح، وأمام عجز الأفراد عن القيام بمشاريع اقتصادية ضخمة وإحجامهم عن القيام بها، لعبت الشركة دورا هاما في القيام بهذه المشروعات سواء شركة أشخاص أو شركات أموال في إنشاء المشروعات الاقتصادية الكبيرة على مختلف فروع إنتاجها وذلك، لقدرة هذه الشركات وخاصة شركة المساهمة على تجميع رؤوس الأموال واستغلالها لهذه المشروعات، وهذا بمختلف أنواعها ولضمان استمرارية هذه الشركات ونموها وتحقيق إستراتيجيتها لابد لها من توفير مصادر التمويل التي تعتبر عصب الحياة الاقتصادية لها، وذلك بامتدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة.

و يهدف هذا الفصل إلى معرفة الجوانب النظرية المتعلقة بالشركات بصفة عامة وشركات المساهمة بصفة خاصة، وأنواع كل منهما، بالإضافة إلى مصادر تمويل شركات المساهمة، من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الشركات

المبحث الثاني: الإطار النظري لشركات المساهمة

المبحث الثالث: مصادر تمويل شركات المساهمة

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الشركات

لا تقتصر ممارسة التجارة على الأفراد الطبيعية فحسب بل تتعدى ذلك لتشمل مشروعات ضخمة، كبر حجم هذه المشاريع واحتياجاتها لرؤوس أموال ضخمة أدى إلى انتقال المشاريع من الصفة الفردية إلى الجماعية، والتي تركز على عدد كبير من الطاقات الفردية والمالية، وهذا لأجل تحقيق أهداف اقتصادية وهذه المشروعات تتمثل فيما يسمى بالشركات.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق أولاً إلى التطور التاريخي للشركة مفهومها وأهم خصائصها، كما سنتناول أركان الشركة إضافة لأنواعها المختلفة.

المطلب الأول: مفهوم الشركة

في هذا المطلب سنتطرق إلى معرفة التطور التاريخي للشركات، تعريفها وخصائصها.

أولاً: التطور التاريخي للشركات

إن فكرة الشركة ليست فكرة العصر الحديث، بل تعود جذورها إلى العصور القديمة، فنجدها عند البابليين وخاصة في قانون حمورابي نص على الشركة في المواد من 100 إلى 107 كشركات المضاربة مثلاً... كما عرف الإغريق فكرة التعاون خاصة في التجارة البحرية كنظام المخاطر الجسيمة التي صدرت عنه فكرة التوصية، كذلك عرف الرومان فكرة الشركة التي استمدت جذورها من نظام الملكية العائلية، حيث كانت مقصورة فقط على أفراد الأسرة الواحدة، ثم أصبحت تشمل فيما بعد شركاء في الأسرة وبالتالي تعتبر الأصل التاريخي لشركات التضامن.¹

هذا وتبلورت فكرة الشركة بشكل واضح في القرون الوسطى، فظهرت شركة التوصية بعد تحريم الكنيسة للقرض بفائدة وأجازت القرض إذا اقترن بالمخاطر. أما شركات الأموال فظهرت في نهاية النصف الثاني من القرن الثامن وبداية القرن التاسع عشر، وقد كانت للأحداث والعوامل التاريخية دوراً هاماً في تطوير هذا النوع من الشركات لاسيما بعد الاكتشافات الجغرافية التي نجمت عنها استغلال خيرات المستعمرات من طرف الدول المستعمرة، وخاصة بعد اكتشاف القارة الأمريكية ورأس الرجاء الصالح، فتحوّلت التجارة من البحر الأبيض المتوسط إلى تلك المناطق، مما دعت الحاجة إلى تجميع رؤوس أموال ضخمة قصد استثمار كنوز هذه المستعمرات فظهرت الشركة المساهمة التي أُعطيت صلاحيات ضخمة للقيام بتلك المهمة.²

¹ رزق الله العربي بن المهدي. "الوجيز في القانون التجاري الجزائري". الطبعة الرابعة؛ ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص ص: 50-49.

² نادية فوضيل. "شركات الأموال في القانون الجزائري". الطبعة الثالثة؛ ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص: 26.

ثانيا: تعريف الشركة

تعرف الشركة لغة واصطلاحا كما يلي:

(1) تعريفها لغة

هي كلمة مشتقة من أفعال اشترك وتشارك، وتتضمن بالضرورة تعدد الأشخاص.¹

(2) تعريف الشركة اصطلاحا

- الشركة عقد يلتزم بمقتضاه شخص أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي بتقديم حصة من المال أو العمل على أن يقتسموا ما قد ينشأ من هذا المشروع من ربح أو خسارة.²
 - الشركة ما هي إلا مشروع له كيانه المستقل عن كيانات الأفراد الطبيعيين المكونين له، أي أن للشركة شخصية معنوية منفصلة عن شخصيات أصحابها.³
- يمكن تعريف الشركة بأنها: "عقد يلتزم بموجبه شخصان أو أكثر بالمساهمة في نشاط اقتصادي جماعي (المادي/ أو الفكري) لتحقيق الأهداف المرجوة من المشروع، واقتسام الناتج منه سواء كان ربح أم خسارة".

ثالثا: خصائص الشركة

إن أهم ما يميز الشركة أنها لا تعد عقدا فحسب، وإنما ما يتمخض عن هذا العقد من شخص معنوي مستقل عن أشخاص الشركاء، وباكتساب الشركة الشخصية المعنوية فلا بد أن يصبح لها اسم يميزها عن غيرها من الشركات، وشخصية مستقلة عن أشخاص الأفراد الشركاء المكونين لها، ولها موطن وجنسية، كذلك تكتسب كالأفراد حقوق وتترتب عليها التزامات.⁴

و إذ ما اعتمدنا على العلاقة التعاقدية بين المالكين، على أنها جوهر المشروع فإن هذه الشركة تتميز بالخصائص التالية:⁵

- (1) الملكية: إن أصول الشركة مملوكة ملكية جماعية للأشخاص الطبيعيين المكونين للشركة، وليس مملوكة للمنشأة ذاتها، والممولين فيها فئتان هما:
 - أ. الملاك (أصحاب المشروع).
 - ب. المقرضون والدائنون.
- (2) الإدارة: الملاك (أصحاب المشروع) هم من يتولون إدارة المشروع.

¹ أكرم ياملكي. "القانون التجاري، الشركات، دراسة مقارنة". الطبعة الثالثة؛ دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 9.

² رزق الله العربي بن المهدي. مرجع سابق، ص: 51.

³ زهير الحدرب. "محاسبة الشركات". دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 9.

⁴ خالد أمين عبد الله، حمزة بشير أبو عاصي. "محاسبة الشركات، أشخاص وأموال". الطبعة الثانية، دار الفكر، الأردن، 2009، ص: 11.

⁵ زهير الحدرب، مرجع سابق، ص: 8.

(3) الهدف: إن الهدف الأساسي لأغلب المشاريع، هو تحقيق أكبر أرباح ممكنة إضافة إلى أهداف أخرى كالعامل على تحقيق إشباع حاجات المستهلكين وتلبية رغباتهم، لكن من أهم أركان عقد الشركة هو مساهمة الشركاء جميعا في اقتسام ما يؤول إليه النشاط من ربح وخسارة.

(4) العلاقة التعاقدية: وتعد العلاقة التعاقدية بين مالكي المشروع هي جوهر أي مشروع، من خلال هذه العلاقة يمكن تحديد نوع الشركة.

المطلب الثاني: أركان الشركة

تعرف الشركة على أساس عقد ومنه يجب توفر الأركان العامة في العقد والأركان الخاصة إضافة إلى الشكلية.

أولا: الأركان الموضوعية لعقد الشركة

تتكون الأركان الموضوعية لعقد الشركة من الأركان الموضوعية العامة وكذا الخاصة، وهي كالتالي:

1) الأركان الموضوعية العامة لعقد الشركة

تتمثل الأركان الموضوعية العامة في: الرضا الأهلية، المحل والسبب وسنوجزها فيما يلي:¹

أ. الرضا والأهلية: لا يكون عقد الشركة صحيحا إلا إذا رضي الشركاء به، ويتم هذا الرضا عن طريق إيجاب وقبول صادر من المتعاقدين ينصب على شروط العقد جميعها أي على رأس مال الشركة وغرضها وكيفية إدارتها إلى غير ذلك.

ويشترط في الرضا أن يكون خاليا من العيوب كالإكراه والتدليس والغلط، إلا إذا كان العقد قابلا للإبطال لمصلحة من شاب العيب رضاه.

ويجب أن تتوفر أهلية للشركاء لانعقاد عقد الشركة ولا يكون هذا العقد صحيحا إلا إذا كان صادرا من ذي أهلية، فالأهلية تمنح للشخص حق التصرف والالتزام فإذا بلغ أحد المتعاقدين سن الرشد وهو سليم العقل ولم يحجر عليه كان أهلا لإبرام عقد الشركة، أما إذا تبين أنه مجنون فيكون عقد الشركة باطلا بالنسبة إليه، وتختلف الأهلية اللازمة في الشريك باختلاف نوع الشركة.

ب. المحل والسبب: محل التزام كل شريك هو تقديم حصة نقدية أو عينية أو بالعمل، أما محل الشركة هو النشاط الاقتصادي الذي قامت الشركة من أجله أو المشروع الاقتصادي الذي يسعى الشركاء إلى تحقيقه، ويجب أن يكون محددا فلا يجوز إبرام شركة للاشتغال بالتجارة من دون تحديد نوعها، كما يجب أن يكون محل الشركة أو غرضها مشروعا غير مخالف للنظام العام و الآداب العامة. ويختلط محل الشركة بالسبب فهذا الأخير يتمثل في إنجاز محلها بغية تحقيق الأرباح واقتسامها فيما بين الشركاء عن طريق القيام بمشروع مالي أو استغلال فرع من فروع التجاري أو الصناعي.

¹ طبشي رزقي. "عقد الشركة بصفة عامة". مذكرة ماستر في الحقوق، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2008، ص ص: 2-3.

(2) الأركان الموضوعية الخاصة لعقد الشركة

تتمثل الأركان الموضوعية الخاصة لعقد الشركة فيما يلي:

أ. تعدد الشركاء وتقديم الحصص: تعدد الشركاء في الشركة أمر ضروري لتكوينها فهي لا تقوم بأقل من شخصين كقاعدة عامة بالنسبة لأغلب أشكال الشركات (تضامن، توصية بسيطة، مساهمة عامة...)، أما بالنسبة للحد الأقصى لعدد الشركاء فنجد أن قانون الشركات وضع حد أقصى لعدد الشركاء في شركات التضامن والتوصية البسيطة فقط، وترك الأمر مفتوحاً بالنسبة لباقي الشركات.¹

لا يكفي تعدد الشركاء لانعقاد عقد الشركة بل يشترط أن يلتزم كل شريك بتقديم نصيب معين من مال أو عمل تسمى بالحصص، وهذه الحصص على أنواع ثلاث حسب المواد من 421 إلى 424 قانون مدني جزائري وهي كالاتي:²

- الحصة النقدية: غالبا ما تكون الحصة النقدية التي يقدمها الشريك مبلغا من النقود ويلتزم كل شريك في هذه الحالة بدفع المبلغ الذي تعهد بتقديمه في اليوم المتفق عليه.

- الحصة العينية: من خلال ما نصت عليه المادة 422 قانون مدني جزائري أن حصة الشريك قد تكون عقارا أو منقولا.

- الحصة بالعمل: ويجوز أن يقدم عمله كحصة في الشركة دون أن يساهم بحصة نقدية أو عينية، المقدم من قبل الشريك ذا أهمية في نجاح الشركة فهو عمل فني كعمل المدير والمهندس وكالخبرة التقنية والتجارية، أما العمل اليدوي غير الفني فإنه لا يعتبر حصة في الشركة ولا يكون مقدمه شريكا بل مجرد عامل.

ب. نية المشاركة: فلا يكفي لقيام الشركة أن يكون هناك مال مشترك بين عدد من الأشخاص، إذ يجب أن تكون عند الشركاء نية الاشتراك في نشاط، وتعتبر نية المشاركة ركن من الأركان الأساسية لعقد الشركة بحيث من غير الممكن أن ينعقد العقد بدونها، وتقتضي نية الاشتراك أن تتصرف إرادة جميع الشركاء إلى التعاون على قدم المساواة من أجل استغلال مشروع الشركة وتحقيق أهدافها.

ت. اقتسام الأرباح والخسائر: إن أحد أركان عقد الشركة الهامة هو مساهمة الشركاء جميعا في اقتسام ما يؤول إليه نشاط الشركة من ربح أو خسارة، حيث يوجب قانون الشركات أن يشتمل عقد تأسيس الشركة أو نظامها الأساسي على كيفية توزيع الأرباح والخسائر بين الشركاء، وإلا فتوزع بينهم بنسبة حصة أو مساهمة كل منهم في رأس مال الشركة.³

¹ خالد إبراهيم التلاحمة. "الوجيز في القانون التجاري". الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص: 118.

² طبشي رزقي، مرجع سابق، ص ص: 3-4.

³ خالد إبراهيم تلاحمة، مرجع سابق، ص: 119.

ثانيا: الأركان الشكلية لعقد الشركة

إن الشروط الشكلية مثلها مثل الشروط الموضوعية ولا تقل أهمية عنها، وتتمثل هذه الأركان فيما يلي:¹

(1) الكتابة: تعتبر الكتابة أسلوبا للتعبير عما يكمن في ذهن من أفكار ومعان عن طريق تسطير وجمع الحروف والكلمات بشكل مرئي على جسم مادي وبالتالي نجد أن الكتابة في حقيقتها أثر ظاهر لتصرف مادي، ونص المشرع الجزائري بالمادة 418 من قانون مدني جزائري على أنه " يجب أن يكون عقد الشركة مكتوبا وإلا كان باطلا، وكذلك يكون باطلا كل ما يدخل على العقد من تعديلات إذا لم يكن له نفس الشكل الذي يكتسبه ذلك العقد..." فالكتابة استنادا للنص السالف تعد ركنا للانعقاد، كما تعد الكتابة شرطا للإثبات باستثناء شركة المحاصة لها طابع خاص بناء على نص المادة 795 مكرر 2 قانون مدني جزائري " لا تكون شركة المحاصة إلا في العلاقات الموجودة بين الشركاء ولا تكشف للغير..."

(2) الشهر: بالإضافة للكتابة الرسمية في عقد الشركة أوجب المشرع شرط شكلي آخر لا يقل أهمية عن الكتابة، وهو خضوع عقد الشركة لإجراء الشهر القانوني بالطرق والوسائل القانونية المحددة بموجب القانون وهو إجباري من أجل إعلام الغير بمحتوى العقود المؤسسة للشركات والمعدلة وذلك بالقيود في السجل التجاري وكذلك النشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية.

المطلب الثالث: أنواع الشركات

الشركة تمثل أحد الأشكال القانونية للوحدة الاقتصادية والتي تتدرج من المنشآت الفردية إلى شركات الأشخاص وإلى شركات الأموال، وفقا للحاجة إلى تشغيل الموارد الاقتصادية المتاحة، ولكل منها طبيعتها الخاصة من حيث الملكية وتنظيم أعمالها. وسيتم التطرق في هذا المطلب إلى الأنواع المتعددة للشركة. من أهم الأسباب وراء تعدد الأشكال القانونية للوحدات الاقتصادية:²

- **القدرة على التمويل:** فالتوسع في مستوى النشاط يستدعي تضافر الجهود في عملية التمويل.
- **القدرة على قياس وتحمل عائد المخاطرة:** حيث يلجأ الفرد إلى شكل قانوني آخر من أشكال الوحدة الاقتصادية مثل شركات الأشخاص والأموال في حالة عدم مقدرته على تحمل المخاطر منفردا.
- **طبيعة النشاط:** قد تفرض طبيعة بعض الأنشطة أن تكون الصيغة القانونية للوحدة الاقتصادية تتجاوز المستوى الفردي البسيط.
- **علاقة الملكية بالإدارة:** قد يؤدي انفصال الملكية عن الإدارة إلى آثار إيجابية تنعكس على مصلحة العمل، وهذا عادة لا يكون على مستوى المشاريع الفردية حيث تلتصق الإدارة بالمالكين.

¹ سامي كياهم. "الشكلية في عقود الشركات التجارية". مذكرة ماستر في قانون الأعمال، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2017، ص ص: 5، 10.
² وائل عودة العكشة، وليد زكرياء صيام وآخرون. "محاسبة الشركات - أشخاص وأموال". الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 1-2.

ومن أنواع الشركات نميز الآتي:

(1) حسب نوع النشاط الذي تباشره الشركة

تنقسم الشركات إلى:¹

أ. الشركات المدنية.

ب. الشركات التجارية.

يختلف هذا النوعان من حيث الشكل القانوني والقواعد التي تحكم نشاط كل منهما.

(2) من زاوية كيفية تكوين رأس المال

تنقسم الشركات إلى:²

أ. شركات بالحصص: إذا كان رأس المال يتكون من حصص، ومعنى الحصص جزء من رأس

المال يمكن التنازل عنه للغير أو للشريك، كما تمثل الحصة جزءا في رأسمال الشركة.

ب. شركات بالأسهم: تمثل الأسهم أجزاء متساوية من رأس المال لها قيمة اسمية وقابلة للتداول.

(3) من حيث التمتع بالشخصية المعنوية

وتنقسم إلى ما يلي:³

أ. شركات تتمتع بالشخصية المعنوية: وهي جميع الشركات التي تؤسس بموجب الشروط التي

يتطلبها القانون، إن الشركات المدنية والشركات التجارية تكتسب الشخصية المعنوية بمجرد

تكوينها.

ب. شركات لا تتمتع بالشخصية المعنوية: وهي تقتصر على شركات المحاصة فقط.

(4) حسب الملكية

وتنقسم الشركات إلى:⁴

أ. الشركات العامة (شركات القطاع العام): هي الشركات التي تعود ملكيتها للدولة بالكامل.

ب. الشركات الخاصة (شركات القطاع الخاص): هي شركات مملوكة للأفراد الطبيعيين أو المعنويين

ملكية خاصة بهم، ولا ترتبط بأموال الدولة بصلة.

ت. الشركات المختلطة: وهي الشركات التي تجمع بين أموال الدولة وأموال القطاع الخاص، أي أن

المساهمين فيها هم الدولة (باعتبارها مستثمرا) وأفراد آخرون طبيعيين أو معنويين.

¹ أكرم يا ملكي ، مرجع سابق، ص: 46.

² زهير الحدرب، مرجع سابق، ص ص: 16-17.

³ خالد أمين عبد الله، حمزة بشير أبو عاصي، مرجع سابق، ص: 13.

⁴ زهير الحدرب، مرجع سابق، ص: 17.

5) التقسيم القانوني

تنقسم الشركات عادة إلى مجموعتين هما:

- شركات الأشخاص.
- شركات الأموال.

وسنعطي فكرة موجزة عن كل مجموعة فيما يلي:

أ. **شركات الأشخاص:** وتعتبر فيها شخصية الشريك محل اعتبار أي تقوم على الاعتبار الشخصي وتكون عادة بين مسؤولية الشركاء فيها شخصية تضامنية، مثل شركة التضامن وهي التي تتكون من عدد معين من الشركاء غالبا ما يعرفون بعضهم البعض وشخصية الشريك تكون محل اعتبار والشركاء مسئولون تضامنيا بالنسبة لحصتهم وبالنسبة لذمتهم المالية أو أموالهم الخاصة.¹

وتتضمن هذه المجموعة الأنواع التالية:

- **شركات التضامن:** وهي التي تتكون من شركاء مسئولين عن ديون الشركة وتعهدها بصفة شخصية وتضامنية، أي أن مسؤولية الشريك تتحدد ليس بقدر حصته في رأس المال وإنما تتجاوز إلى أمواله الخاصة.²
- **شركات التوصية البسيطة:** وتتضمن نوعين من الشركاء الأول منهم الشركاء المتضامنون، وهم المسئولون عن التزامات الشركة بصفة شخصية ومتضامنة، الثاني هم الشركاء الموصون ومسئوليتهم تتحدد بقدر الحصة التي يتعهد بتقديمها للشركة.³
- **شركات المحاصة:** شركة تجارية تتعد بين شخصين أو أكثر، يمارس أعمالها شريك ظاهر يتعامل مع الغير بحيث تكون الشركة مقتصرة على العلاقة الخاصة بين الشركاء على أنه يجوز إثبات الشركة بين الشركاء بجميع طرق الإثبات، ولا تتمتع شركة المحاصة بالشخصية الاعتبارية، ولا تخضع لأحكام وإجراءات التسجيل والترخيص.⁴

ب. **شركات الأموال:** تقوم على الاعتبار المالي، قصد تجميع رؤوس الأموال الضخمة واستثمارها في المشاريع الكبيرة⁵، وعلى هذا فإن الأصل في هذه الشركات هو مجموع الأموال التي يساهم بها الجمهور بصرف النظر عن شخصيات هؤلاء المساهمين.

وتتضمن هذه المجموعة الأنواع التالية:

¹ رزق الله العربي بن المهدي. مرجع سابق، ص: 51.

² زهير الحدرب، مرجع سابق، ص: 19.

³ صادق الحسني، "المحاسبة في شركات الأشخاص"، المكتب الجامعي الحديث، 2009، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، ص: 17.

⁴ خالد أمين عبد الله، حمزة بشير أبو عاصي، مرجع سابق، ص: 180.

⁵ رزق الله العربي بن المهدي، مرجع سابق، ص: 51.

- **الشركة ذات المسؤولية المحدودة:** وهي الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم لا تطرح للاكتتاب العام، وتتألف من عدد من الشركاء لا يقل عن اثنين، وتكون مسؤولية المساهمين بها محدودة بمقدار حصة كل منهم برأسمال الشركة.¹
- كما نص المشرع الجزائري على تعريف الشركة ذات المسؤولية المحدودة في المادة 564 من القانون التجاري والتي تم تعديلها بأمر رقم 96-27 مؤرخ في 28 رجب عام 1417 الموافق ل 9 ديسمبر 1996 فجاءت الفقرة الأولى كالتالي: " تؤسس الشركة ذات المسؤولية المحدودة من شخص واحد أو عدة أشخاص لا يتحملون الخسائر إلا في حدود ما قدموا من حصص".²
- **شركات التوصية بالأسهم:** هي شركة يتكون رأسمالها من حصة أو أكثر، يملكها شريك متضامن أو أكثر، وأسهم متساوية القيمة يكتتب فيها مساهم أو أكثر ويمكن تداولها على الوجه المبين في القانون.³
- ويسأل الشريك أو الشركاء المتضامنون عن التزامات الشركة مسؤولية غير محدودة، أما الشريك المساهم فلا يكون مسئولاً إلا في حدود قيمة الأسهم التي اكتتب فيها. ويتضح من التعريف السابق أن شركة التوصية بالأسهم هي مزيج من شركة الأموال وشركة الأشخاص.
- **شركات المساهمة:** وهي الشركات التي يقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول ومسئولية المساهم محدودة، وتحدد هذه المسؤولية بقدر حصته أي مساهمته المخصصة له.⁴

¹ خالد أمين عبد الله، حمزة بشير أبو عاصي، مرجع سابق، ص: 12.

² نادية فضيل، مرجع سابق، ص: 26.

³ عبد الله عبد العظيم هلال. " المحاسبة في شركات الأشخاص والأموال". المكتب الجامعي الحديث، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص: 264-265.

⁴ صادق الحسني، مرجع سابق، ص: 18.

المبحث الثاني: ماهية شركات المساهمة

لقد أدى التطور الحضاري الهائل وكبر حجم المشاريع إلى ظهور ما يعرف بالشركات، ومن بين أهم هذه الشركات لدينا شركات الأموال وما يميزها عن غيرها ويجعل المستثمرين يقبلون على الاستثمار بها وتعتبر شركات المساهمة أحد أهم وأكثر أنواع شركات الأموال انتشارا. سنتناول في هذا المبحث مفهوم شركات المساهمة، وكذلك طرق تأسيسها إضافة إلى أنواعها المتعددة.

المطلب الأول: مفهوم شركات المساهمة

سنتعرف من خلال هذا المطلب على نشأة شركات المساهمة، تعريفها وخصائصها.

أولاً: نشأة شركات المساهمة

ظهرت شركة المساهمة مع قيام الثورة الصناعية، وبعد تراجع دور نظام الشركة العادية (شركة العائلة) أو شركات الأشخاص في تلبية الاحتياجات التمويلية للمشاريع الكبيرة. لقد خلقت الثورة الصناعية طلبا بالنسبة للأموال اللازمة كرأس مال من أجل بناء المصانع وشراء المعدات والآلات، لذلك بدأ تأسيس الشركات على أساس تجميع الأموال من أكبر عدد ممكن من الناس بحيث يسهم كل منهم في تمويلها.

وقد تطورت الشركة المساهمة مع تقدم وتطور الصناعات والاختراعات، ودخلت ميدان الاستثمار في مجالات الأنشطة الخدمية والصناعية والتجارية بسبب قدرتها على استقطاب الأموال من أعداد متزايدة من الناس، وفي الوقت الحاضر أصبحت هذه الشركات قادرة على تخطي الحدود السياسية، حيث ظهرت هناك الشركات متعددة الجنسية والمنشآت ذات الأقسام والفروع. في وقتنا الحاضر، وبعد انهيار النظام الشيوعي القائم على الملكية العامة للمؤسسات والهيئات، بدأت العودة إلى الشركة المساهمة كبديل وهو ما أطلق عليه خصخصة المؤسسات والهيئات العامة.¹

ثانياً: تعريف شركة المساهمة

جاءت عدة تعاريف لشركة المساهمة نذكر منها:

- هي شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، ولا يسأل الشركاء فيها إلا بالمبالغ التي يملكها في الشركة.²
- هي شركة ذات شخصية معنوية مستقلة عن شخصية المساهمين، رأس مالها يقسم إلى أجزاء متساوية القيمة، كل جزء يسمى سهما، وكل شريك فيها مسئول في حدود حصته من الأسهم، وتسمى تبعا للغرض من إنشائها.³

¹ رضوان حلوة حنان وآخرون، "محاسبة الشركات: أموال. أشخاص"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص13.

² السعيد محمد شعيب، صلاح محمد كامل. "المحاسبة في شركات المساهمة". برنامج محاسبة البنوك والبورصات، مركز التعليم المقترح، جامعة بنها، مصر، 2013، ص5.

³ عبلة لمسلم. "الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006، ص12.

الفضل الثاني..... الإطار النظري لشركات المساهمة ومصادر تمويلها

- شركات المساهمة هي الشركات التي يتكون رأس المال فيها من عدد من الحصص يطلق على كل منها "الأسهم" وهي متساوية القيمة يتم تداولها وفقا لما جاء في القانون المنظم لها في كل دولة على حدة.¹
 - قد جاء تعريف شركة المساهمة في المادة 592 من القانون التجاري والتي نصت بقولها: "شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم".²
 - وهي الشركة التي تكون شخصية الشركاء فيها محل اعتبار بل يكون الاعتبار فيها لما يقدمه كل شريك من مال وما يترتب على ذلك من جواز تصرف الشريك في حصته دون حاجة إلى موافقة الشركاء، وإن وفاة أحد الشركاء أو الحجر عليها أو إعساره أو إفلاسه لا يترتب عليه حل الشركة، وأخيرا عدم اكتساب الشريك فيها صفة التاجر وعدم مسؤوليته عن ديون الشركة إلا في حدود قيمة أسهمه.³
- إن شركة المساهمة هي " شخصية اعتبارية مستقلة، ينقسم رأسمالها إلى حصص متساوية يسمى كل منها سهما تكون قابلة للتداول، وكل شريك فيها مسئول في حدود حصته من الأسهم، حيث لا يتحمل الشركاء الخسائر إلا بقدر حصتهم، ويحصلون على عوائد في حدود مساهمتهم".

ثالثا: خصائص شركات المساهمة

- تتميز شركات المساهمة بالعديد من الخصائص تميزها عن غيرها من الشركات، منها:
- 1) **الشخصية الاعتبارية المستقلة:** أعطى المشرع للمال المملوك لمجموع المساهمين صفة قانونية (الشخصية الاعتبارية) مستقلة عن ذوات (أشخاص) أصحابها وأموالهم الخاصة، وأتاح لها ممارسة العمل والنشاط التجاري باسمها كما أن الاسم التجاري الذي أطلق على هذا المال لا يرتبط باسم أي من المساهمين، وإنما بنوع النشاط مع إضافة عبارة (شركة مساهمة عامة) وبالتالي يمكن للشركة بهذا الوضع أن تتعامل باسمها وتكون أهلا لأن تقاضي الآخرين وتتقاضى أمام المحاكم. كما أتاح ذلك المجال لفصل الملكية ولأول مرة عن الإدارة، مساهمو هذه الشركات ليسوا بالضرورة مدراء لها وبذلك تستطيع الشركة البقاء والاستمرار بصرف النظر عن استمرار حياة مساهميها.⁴
 - 2) **يقسم رأس المال إلى حصص متساوية القيمة (أسهم):** يقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى حصص متساوية ويسمى كل منها سهما، وذلك كناية عن أن كل مالك يلقي بجزء من ثروته أي

¹ محمد السيد سرايا. "محاسبة شركات الأموال". المكتب الجامعي الحديث، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر، 2008، ص6.

² تادية فضيل، مرجع سابق، ص151.

³ نبيل إبراهيم سعيد، همام محمد محمود زهران، "المدخل للقانون نظرية الحق"، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص225.

⁴ زهير الحدرب. مرجع سابق، ص167.

بسهم أو يلقي بسهم في مال الشركة فيسمى مساهما، والأسهم متساوية في القيمة، والحقوق تتناسب مع ما يملكه كل مساهم من أسهمها.

(3) قابلية الأسهم للتداول: طالما أن الملكية قد فصلت عن الإدارة، والشخصية الاعتبارية للشركة مستقلة عن شخصية أصحابها، ورأس المال مقسم إلى حصص متساوية، كل هذا يجعل من السهل نقل الملكية للغير وبسهولة، وقد أنشئت (البورصات أو الأسواق المالية) ليتم بين جدرانها عملية تداول الأسهم.

(4) المسؤولية المحدودة للمساهمين: أن مسؤولية المساهم هنا محدودة بمقدار القيمة الاسمية للأسهم التي يحملها ولا تتعدى ذلك مهما بلغت خسارة الشركة، فإذا ما زادت الخسائر عن رأس المال فإن الدائنين هم الذين يتحملون الفرق في الخسارة الزائدة عن رأس المال.¹

(5) استمرار حياة الشركة: إن الشخصية المستقلة لشركة المساهمة عن المساهمين فيها يمكنها من الاستمرار طالما كانت هناك ضرورة لذلك دون نظر إلى استمرار حياة المساهمين فيها، وهذا يجعلها قادرة على تصدي المشروعات التي تتطلب الحياة الطويلة لتنفيذها ورأس مالها ومسؤولياتها منفصلة عن شخصية ورأس مال ومسؤولية مساهميها، كذلك فإن حياتها منفصلة أيضا عن حياة مساهميها، وهذا ما أتاح لها الاستمرار حتى بعد وفاة مساهميها.²

(6) خضوعها للضريبة: حيث تفرض الضريبة على أرباح الشركة وقبل توزيعها على المساهمين والضريبة المفروضة على الشركات المساهمة هي ضريبة نسبية، تفرض على شكل نسبة مئوية من ربح الشركة الخاضع للضريبة.³

(7) التنظيم التشريعي: من مزايا الشركة المساهمة أن قانون الشركات يرسم لها خطوطا واجبة الإلتباع بدءا من تأسيسها ومرورا بالشروع في نشاطها وانتخاب مجلس إدارتها وممارسة عملياتها وإعداد حساباتها الختامية والتصرف بالأرباح التي تحققها وتنظيم تصفيته، ويرجع ذلك إلى حرص الدولة على حقوق المساهمين، وضمانا لاستمرار هذه المنشآت الهامة.⁴

على الرغم من تلك المزايا والخصائص فإن الشكل التنظيمي لشركات المساهمة له بعض العيوب منها⁵

- تأثره بالعديد من التشريعات الضريبية فمثلا ربح أو دخل المنشأة يخضع مرة لضريبة الأرباح وعند توزيعه على المساهم يكون عرضة مرة ثانية لضريبة أخرى.

¹خالد أمين عبد الله، حمزة بشير أبو عاصي، مرجع سابق، ص: 208.

²زهير الحدرب، مرجع سابق، ص: 168.

³رضوان حلوة حنان وآخرون. مرجع سابق، ص: 17.

⁴زهير الحدرب، مرجع سابق، ص: 168.

⁵عبد العزيز علوان العززي، المحاسبة في شركة أموال مع إطلالة إسلامية، أطروحة دكتوراة، كلية التجارة والاقتصاد، جامعة عمران، اليمن، 2010،

- نشاط الشركة المساهمة يخضع للعديد من التشريعات والقواعد الإجرائية والإجراءات المنظمة كقوانين الاستثمار والشركات ومعايير المحاسبة والمراجعة خصوصا تلك المتعلقة بالعرض
- ضرورة الوفاء بمتطلبات عديدة للإدارة العامة للشركات ومصلحة السجل التجاري وغيرهما، ويعتبر ذلك تدخلا مقيدا من جانب العديد من الجهات ذات العلاقة والجهات الحكومية في أعمالها.

المطلب الثاني: طرق تأسيس شركة المساهمة

هناك طريقتان لتأسيس شركة المساهمة والمتمثلة في: التأسيس الفوري والتأسيس المنتاب.

أولا: طريقة التأسيس الفوري

وفيه يقتصر الاكتتاب على المؤسسين فحسب، فلا تطرح الأسهم للاكتتاب كما هي الحال في التأسيس المنتاب، ومن ثم فالإكتتاب الفوري في شركة المساهمة لا يشكل خطرا على صغار المدخرين ولا يستعينون بهم في تكوين رأس مال الشركة، وإنما المؤسسين هم الذين يكونون رأس مال الشركة نظرا لتمتعهم بوفرة المال والخبرة في تأسيس الشركة.¹

وسنعرض التأسيس الفوري فيما يلي:

1) تسجيل الشركة

بعد استيفاء إجراءات التأسيس يلتزم المؤسسون بتسجيل الشركة في السجل التجاري، وإذا لم تؤسس الشركة في أجل ستة أشهر ابتداء من تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي بالمركز الوطني للسجل التجاري، جاز لكل مكتب أن يطالب أمام القضاء بتعيين وكيل مكلف بسحب الأموال لإعادتها إلى المكتتبين بعد خصم مصاريف التوزيع.

وإذا قرر المؤسس أو المؤسسون فيما بعد تأسيس الشركة، وجب القيام بإيداع الأموال من جديد وتقديم التصريح المنصوص عليه في المادة 604 من القانون التجاري.

2) الاكتتاب في رأسمال الشركة

نصت المادة 606 من القانون التجاري على ما يلي: "تثبت الدفعات بمقتضى تصريح من مساهم أو أكثر في عقد موثق"، يتصرف الموثق على النحو المنصوص عليه في المادة 599 بناء على تقديم قائمة المساهمة المحتوية على المبالغ التي يدفعها كل مساهم.

إن يكلف أحد المساهمين أو أكثر بتحرير عقد لدى الموثق يثبت فيه هذا الأخير المبالغ المدفوعة من طرف المؤسسين الذين يتجاوز عددهم سبعة تطبيقا للمادة 592 من القانون التجاري، والتي صرحوا بها كل بمقدار حصته، بمعنى أن المبالغ التي صرحوا بها يجب أن تكون مطابقة للمبالغ المدفوعة والتي يقوم الموثق بتحرير عقد بصدها.

¹ نادية فضيل، مرجع سابق، ص ص: 152 - 157.

3) تقديم الحصص العينية

قد يتكون رأسمال الشركة أو جزء منه من حصص عينية، وغالبا ما يخشى المشرع أن تقوم هذه الحصص بشكل يخالف حقيقة قيمتها، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى الإضرار بالضمان العام لدائني الشركة، لذلك نصت المادة 607 من القانون التجاري على ما يلي: "يشمل القانون الأساسي على تقديم الحصص العينية، ويتم هذا التقدير بناء على تقرير ملحق بالقانون الأساسي يعده مندوب الحصص تحت مسؤولياته".

إذن تقدير الحصص العينية يجب أن يتم بواسطة مندوب للحصص أي خبير بهذه الحصص، والتقدير يتم تحت مسؤولياته ويتم إعداد تقرير بذلك ويلحقه بالقانون الأساسي للشركة، على أن يوقع المساهمون على القانون الأساسي للشركة بأنفسهم أو بواسطة وكيل مزود بتفويض خاص.

4) تعيين القائمين بالإدارة

نصت المادة 603 على ما يلي: "يعين القائمون بالإدارة الأولون وبأعضاء مجلس المراقبة الأولون ومندوبو الحسابات الأولون في القوانين الأساسية".

إذن تعين كل من الهيئة الإدارية وهيئة الرقابة في شركة المساهمة التي تلجأ إلى التأسيس الفوري يتم في العقد التأسيسي للشركة.

ثانيا: طريقة التأسيس المتتابع

يعرف المؤسس على أنه كل من وقع على العقد الابتدائي، بينما البعض الآخر عرفه على أنه الشخص أو الجماعة التي تصدر عنها فكرة التأسيس والبعض الآخر عرفه على أنه الشخص الذي يعمل على أن تقف الشركة على قدميها، بينما ذهب آخرون إلى اعتبار أن المؤسس هو كل شخص يشترط في تأسيس الشركة ويأخذ على عاتقه تجميع المساهمين والأموال اللازمة للمشروع والسعي لإتمام الإجراءات القانونية اللازمة لتأسيس الشركة، سواء وقع على العقد الابتدائي أو لم يوقع، إنما يجب أن يمتد إلى كل شخص يشترك بصورة ايجابية في إنشاء الشركة حتى لو لم يكن من الذين وقعوا على القانون الأساسي للشركة مع تحميل المسؤولية الناجمة عن التأسيس.

المطلب الثالث: أنواع شركة المساهمة

نميز في شركات المساهمة عدة أنواع أهمها: شركة المساهمة العامة، شركة المساهمة الخاصة، شركة ذات المسؤولية المحدودة، شركة المساهمة الخاصة.

أولاً: شركة المساهمة العامة

1) تعريفها

تعد شركة المساهمة العامة نموذج لشركات الأموال حيث يغيب الاعتبار الشخصي فيها بحيث لا يعرف الشركاء (المساهمون) بعضهم البعض الآخر في الغالب، كما لا يهم الغير معرفة الشركاء فيها لدى

تعامله مع الشركة، وتتجلى أهمية هذه الشركة في قيامها بالنشاطات الاقتصادية ذات رؤوس الأموال الضخمة، والتي لا تستطيع شركات الأشخاص القيام بها.¹

(2) خصائص شركة المساهمة العامة

لشركة المساهمة العامة خصائص وهي:²

- أنها شركة ذات شخصية قانونية.
- أنها شركة أموال.
- أنها شركة بالأسهم.
- أن مسؤولية الشركاء فيها محدودة.
- أنها ذات طابع تنظيمي.
- أنها ذات طبيعة جماعية.

(3) تأسيس شركة المساهمة العامة

تؤسس شركة المساهمة العامة وفقا للإجراءات التالية:³

أ. يقدم طلب تأسيس الشركة من قبل مؤسسي الشركة إلى المراقب على النموذج المقرر لهذا

الغرض مرفقا بما يلي:

- عقد تأسيس الشركة.
 - نظامها الأساسي.
 - أسماء مؤسسي الشركة.
 - أسماء لجنة من المؤسسين تتولى الإشراف على إجراءات التأسيس.
- ب. يجب أن يتضمن عقد تأسيس شركة المساهمة العامة ونظامها الأساسي البيانات التالية:
- اسم الشركة.
 - مركزها الرئيسي.
 - غايات الشركة.
 - أسماء مؤسسي الشركة وجنسياتهم وعناوينهم المختارة للتبليغ، وعدد الأسهم المكتتب فيها.
 - رأس مال الشركة المسموح به والجزء المكتتب به فعلا.
 - بيان بالمقدمات العينية في الشركة إن وجدت وقيمتها.
 - فيما إذا كان للمساهمين وحاملي الأسهم إسناد

¹ خالد إبراهيم التلاحمة، مرجع سابق، ص: 153.

² أكرم ياملكي، مرجع سابق، ص: 138-139.

³ وائل عودة العكشة، وليد زكرياء صيام، وآخرون، مرجع سابق، ص: 234 - 235.

- كيفية إدارة الشركة والمفوضين بالتوقيع في الفترة مابين تأسيسها واجتماع الهيئة العامة الأول الذي يجب أن يعقد خلال ستين يوما من تاريخ تأسيس الشركة.
- ت. يوقع عقد تأسيس شركة المساهمة العامة نظامها الأساسي من كل مؤسس أمام المراقب أو من يفوضه خطيا بذلك، ويجوز توقيعها أمام كاتب العدل أو أحد المحامين المجازين.

ثانيا: شركة المساهمة الخاصة

(1) تعريفها

تعرف شركات المساهمة الخاصة، على أنها شركة تجارية تتألف من عدد من الأشخاص لا يقل عن اثنين يسألون عن ديونها والتزاماتها بمقدار مساهمتهم في رأس المال.¹ إن شركة المساهمة الخاصة، تمثل شكلا مبسطا للشركة المساهمة العامة من جهة، وشكلا متطورا للشركة ذات المسؤولية المحدودة من جهة أخرى، وهي شكلا متوسطا بينهما، ويكون مالكا اثنين أو أكثر، وتسري عليها أحكام الشركة المساهمة العامة ويجوز لها أن تصدر أسهم وسندات قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.²

(2) خصائص شركة المساهمة الخاصة

تتميز شركة المساهمة الخاصة بالخصائص التالية:³

- شركة تجارية تتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالأثار القانونية الناتجة عن اكتساب هذه الشخصية من اسم وجنسية وموطن وأهلية وذمة مالية مستقلة عن ذمة الشركاء فيها.
- عدد الشركاء فيها اثنين فأكثر، ولكن يجوز لوزير الصناعة والتجارة بناء على تنسيب ميرر من مراقب الشركات، الموافقة على تسجيل شركة مساهمة خاصة مؤلفة من شخص واحد، أو أن يصبح عدد مساهميها شخصا واحدا.
- مسؤولية الشريك فيها محدودة بمقدار مساهمته في رأسمالها.
- أسهمها تقبل الطرح للاكتتاب كما أنها تقبل التداول بالطرق التجارية.
- اسمها مستمد من غاياتها مع إضافة عبارة (شركة مساهمة خاصة محدودة) لذلك الاسم، ومع ذلك يجوز أن يكون باسم شخص طبيعي إذا كانت غايتها استثمار براءة اختراع مسجلة بصورة قانونية باسم ذلك الشخص.

¹خالد إبراهيم التلاحمة، مرجع سابق، ص: 196.

²أكرم ياملكي، مرجع سابق، ص: 338.

³خالد إبراهيم التلاحمة، مرجع سابق، ص ص: 197-198.

(3) تأسيس شركة المساهمة الخاصة

حتى يتم تسجيل شركة المساهمة الخاصة لا بد من توافر نوعين من الشروط:¹

- شروط موضوعية: وتقسم إلى عامة وخاصة وتتمثل الشروط العامة بتلك اللازمة لصحة تكوين العقد وهي التراضي، الأهلية، المحل والسبب، وتتمثل الشروط الخاصة بتعدد الشركاء، نية المشاركة، مقاسمة الأرباح والخسائر وتقدير الحصص.
- شروط شكلية: متعلقة بإجراءات التأسيس وتتمثل بما ورد في المادة (67 مكرر) من قانون الشركات، التي تقتضي بأن شركة المساهمة الخاصة تتأسس بطلب يقدمه المؤسس/ المؤسسين إلى المراقب، ومرفق معه عقد تأسيسها ونظامها الأساسي على أن يكون عقدها ونظامها باللغة العربية، إلا أنه يجوز أن يلائم ذلك ترجمة له وفي حالة تعارض أو اختلاف النصوص يعتمد النص العربي.

وعليه لا بد من توضيح البيانات التي يجب أن يشتمل عليها كل من عقد تأسيس هذه الشركة ونظامها الأساسي، والمتمثلة فيما يلي:

- اسم الشركة.
- مركزها الرئيسي وعنوانها المعتمد للتبليغ.
- غايات الشركة.
- أسماء مؤسسي الشركة وجنسياتهم وعناوينهم المختارة للتبليغ، وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم عند التأسيس.
- رأس مال الشركة المصرح به وعدد الأسهم المصرح بها، أنواعها، فئاتها، وقيمتها الاسمية، وحقوقها وصفاتها.
- طريقة إدارة الشركة وعدد أعضاء مجلس الإدارة وصلاحياته.
- أسماء الأشخاص الذين سيتولون دعوة الهيئة العامة التأسيسية للانعقاد وإدارة الشركة إلى حين انتخاب مجلس الإدارة الأول.

ثالثاً: الشركة ذات المسؤولية المحدودة

(1) تعريفها

تتألف الشركة ذات المسؤولية المحدودة من شخصين أو أكثر، وتعتبر الذمة المالية للشركة مستقلة عن الذمة المالية لكل شريك فيها، وتكون الشركة بموجوداتها وأموالها مسئولة عن الديون والالتزامات المترتبة عليها، ولا يكون الشريك مسئولاً عن تلك الديون والالتزامات والخسائر إلا بمقدار حصصه التي يملكها في الشركة.²

¹المرجع السابق، ص: 198-199.

²المادة 53 من قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته، الأردن.

الفضل الثاني..... الإطار النظري لشركات المساهمة ومصادر تمويلها

وينقسم رأسمال هذه الشركات إلى حصص تتداول بين المساهمين الشركاء ولا تتداول للغير إلا بشروط خاصة وعادة لا يزيد عدد الشركاء عن عدد معين قليل نسبيا (50 مثلا) وكل شريك منهم مسئول بقدر حصته في رأس المال.¹

(2) خصائص الشركة ذات المسؤولية المحدود

للشركة ذات المسؤولية المحدودة خصائص نذكرها فيما يلي:²

- لا يجوز تأسيس الشركة أو زيادة رأس مالها أو الاقتراض لحسابها عن طريق الاكتتاب العام.
- لا يجوز لها إصدار أسهم أو سندات قابلة للتداول.
- يكون انتقال حصص الشركاء فيها خاضعا لإرادة الشركاء طبقا للشروط الخاصة التي يتضمنها عقد الشركة.
- تتخذ الشركة اسم خاص، يجوز أن يكون مستمدا من غرضها.
- يجوز أن يتضمن عنوان الشركة اسم شريك أو أكثر.

رابعا: شركات التوصية بالأسهم

(1) تعريفها

هي إحدى الشركات المختلطة، وهي شركة تتكون من فريقين من الشركاء: فريق يضم على الأقل شريكا متضمنا وفريق آخر يضم شركاء مساهمون لا يقل عددهم عن أربعة ولا يسألون عن ديون الشركة إلا بقدر حصصهم.³

(2) خصائصها:

تتمثل خصائص هذه الشركة في:⁴

- هي ذات طبيعة مختلفة، فهي شركة مساهمة بالنسبة للشركاء المساهمين وشركة التضامن بالنسبة للشركاء المتضامنين.
- لها عنوان يتألف من اسم واحد أو أكثر من الشركاء المتضامنين ولا يضم العنوان اسم أحد الشركاء المساهمين.
- لا يقبل رأس مال الشركة عن مليون ريال سعودي و لا يقل المدفوع منه عند تأسيس الشركة عن نصف الحد الأدنى.

¹ صادق الحسنى، مرجع سابق، ص: 19.

² عبد الله عبد العظيم هلال، مرجع سابق، ص: 266.

³ صادق الحسنى، مرجع سابق، ص: 19.

⁴ www.ar.m.wikipedia.org/wiki/consuté Le 15/04/2019

المبحث الثالث: مصادر تمويل شركات المساهمة

إن التطورات الحاصلة في الأنظمة المالية أصبح يوفر أمام الشركات العديد من طرق التمويل، وتختلف مصادر التمويل التي يمكن اعتمادها حسب عدة ظروف وعوامل والتي يمكن أن تتحكم فيها الشركات. سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى سياسة التمويل الذاتي لشركات المساهمة، وكذا سياسة الاستدانة الممثلة في سياسة الاقتراض البنكي وسياسة التمويل السندي.

المطلب الأول: سياسة التمويل الذاتي لشركات المساهمة

في هذا المطلب سيتم التطرق إلى مصادر التمويل الداخلية لشركات المساهمة والمتمثلة في: الزيادة في رأس المال، الأرباح المحتجزة، الاهتلاكات، المؤنات، بالإضافة إلى الاحتياطات

أولاً: الزيادة في رأس المال

تعتبر الزيادة في رأس مال شركة المساهمة إحدى التعديلات التي تطرأ على الشركة أثناء فترة حياتها بمعنى أن تحدد نسبة الزيادة في نظامها الأساسي، وهذا ما يدل على أن مبدأ رأس المال لم يشكل عائق أمام التغيرات والظروف التي تحدث لشركة المساهمة.

ولم يقدم تعريفاً خاصاً بزيادة رأس مال شركة المساهمة، إنما على المستوى الفقهي فقد وجدت له تعاريف عدة، فجانب من الفقه عرفه على أنه " تصرف قانوني يتم بموجبه تعديل عقد الشركة لزيادة رأس مالها أثناء حياة الشركة، وذلك وفقاً للأساليب والإجراءات التي يحددها القانون".

وعرفه جانب آخر على أنه: "عملية تتم بمقتضى قرار الجمعية العامة الغير عادية لمساهمي إحدى الشركات، أو بقرار صادر من مجلس الإدارة بشرط موافقة الجمعية العامة وترمي إلى زيادة رأس مال الشركة"، حيث تصدر أسهم الشركة مع إعطاء الأولوية في الشراء للمساهمين أما إذا كانت زيادة رأس المال تكون عن طريق تحويل جانب من الاحتياطي، فيتم ذلك بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين. ويعرف أيضاً أنه تصرف قانوني يتم بموجبه تعديل عقد الشركة بزيادة رأس المال أثناء حياتها ووفقاً للأسباب والإجراءات التي يحددها القانون.

ومنه فإن زيادة رأس مال الشركة هو عبارة عن " تعديل في عقد الشركة ويكون قرار الزيادة صادر من الجمعية العامة الغير عادية وفقاً لإجراءات وشروط محددة قانونياً".¹

تلجأ المؤسسة لزيادة رأسمالها بطرق مختلفة وهذا حسب الهدف من هذه العملية، ويمكن أن تتخذ هذه العملية الأشكال التالية:²

¹ ريمة علي لميس. "النظام القانوني لرأس مال شركة المساهمة". مذكرة ماستر في قانون الأعمال، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2016، ص: 41.

² زغيب مليكة، بوشنقير ميلود. "التسيير المالي - حسب البرنامج الجديد-". ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 194 - 195.

- 1) زيادة رأس المال بمساهمات عينية: وفي هذه الحالة تكون الزيادة الفعلية في جانب الأصول من الميزانية، والتي تظهر في جانب الخصوم بقيمة الأصول المقدمة، حيث تؤثر هذه الزيادة على الأصول المتداولة للمؤسسة وذلك بزيادة الطاقة الإنتاجية الناتجة عن تشغيل الأصول الجديدة.
- 2) زيادة رأس المال بمساهمات نقدية: مما يؤدي إلى تعزيز الهيكل المالي للمؤسسة، بحيث تزيد من حجم رأس المال العامل ومنه الأموال الخاصة، هذا علاوة على أنها تزيد من مقدار السيولة الشيء الذي يسمح لمؤسسة باقتناء أصول إنتاجية جديدة.
- 3) إن الزيادة في رأس المال عن طريق ضم الاحتياطات أو تحويل الديون لا يؤدي إلى تحسين لا الهيكل المالي ولا التوازن المالي، لأن ذلك عبارة عن إعادة ترتيب العناصر بداخل الميزانية ليس إلا.

ثانياً: الأرباح المحتجزة

إن تحقيق الربح هو أحد الأهداف الأساسية والضرورية لحل المؤسسات وهذا الربح تقوم لمؤسسة بتجزئته إلى عدة أقسام فمنه ما يذهب إلى المساهمين ليوزع عليهم، ومنه ما تحتفظ به ويسمى هذا الأخير بالأرباح المحتجزة أو المحجوزة.

الأرباح المحتجزة هي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع والذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة.

و تمثل الأرباح المحتجزة أحد مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة، فالمؤسسة بدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين تقوم بتجنب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم الاحتياطي.¹

كما تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، كما تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة، وتستخدم الشركة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطته كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة، وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة، حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الافتراضية للمؤسسة.²

تتمثل الأرباح المحتجزة في الأرباح غير الموزعة بالإضافة إلى الاحتياطات، فالأرباح غير الموزعة تمثل أرباحا تحققت لدى المؤسسة، غير أن الشركة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مختلفة.

¹ رندة فراخ. "مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية". مذكرة ماستر في محاسبة ومالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2014، ص: 13.

² حراش معاذ، نمر أحمد. "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة". مذكرة ماستر في مالية المؤسسة، جامعة أكلي محند أو الحاج، البويرة، 2015، ص: 6.

تتميز الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل بما يلي:¹

- عدم توزيع الأرباح يؤدي إلى زيادة طاقة المؤسسة من التمويل وتحقيق و فورات جديدة.
- الأرباح المحتجزة مصدر تمويل منخفض التكلفة إذا خصمت من الوعاء الضريبي وخاصة إذا حضي أصحابها بميز ضريبي.
- مصدر تمويلي مهم يمكن اللجوء إليه من طرف جميع المؤسسات التي تحقق أرباحا جيدة.
- توفر للمؤسسة سيولة سريعة وبسهولة ودون الدخول في مفاوضات عسيرة مع أطراف أخرى للحصول على التمويل.

ثالثا: الاهتلاكات

يمكن تعريف الاهتلاك كما يلي:²

- المفهوم الاقتصادي: " توزيع تكلفة الأصل على مدة حياته المحتملة فهو التوزيع النظامي لمبلغ الأصل القابل للاهتلاك نتيجة لاستعماله خلال مدة زمنية معينة".
- المفهوم المالي: " يهدف الاهتلاك إلى خلق موارد أساسية لتجديد الأصول، وهو يشكل رأس مال مهتلك موجه لتمويل الأصول الجديدة".

يحتل الاهتلاك دورا مهما في التمويل الذاتي للشركة، وذلك من خلال ذلك الجزء المحرر من الضريبة والذي لا يدفع لمصلحة الضرائب والذي تستفيد منه الشركة، وهو ما يسمح للشركة بتدعيم السيولة الذاتية وتقوية القدرة على التمويل الذاتي لها، كما يلعب دورا مهما في تحقيق الضمان للشركة في تحقيق النمو وإعادة تحقيق استثمارات مهمة فهو وسيلة لحماية الاستثمار في الشركة وبالتالي ضمان استمراريتها في النشاط وعدم توقفها.

رابعا: المؤونات

هي أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل، حسب المخطط المحاسبي الوطني فإن المؤونات توجد لمواجهة حدوث خطر محتمل بأنشطة الشركة. و بالإضافة للاهتلاكات تعد المؤونات كذلك من العناصر المهمة المكونة للتمويل الذاتي للشركة، واستنادا إلى مبدأ الحيطة والحذر، فإن الشركات ملزمة بتكوين مؤونات وتسجيلها بالدفاتر المحاسبية بغض النظر إذا كانت نتيجة الدورة إيجابية أم سلبية، وهذا من أجل المحافظة على صدق الوضعية المالية للشركة متمثلة في ميزانيتها.³

¹ محمد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-".

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص: 128.

² محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص: 119-120.

³ المرجع السابق، ص: 124.

خامسا: الاحتياطات

الاحتياطات هي عبارة عن الأموال التي جمعت من طرف المؤسسة، وهي جزء من الأرباح المحققة والغير موزعة أي أن الاحتياطات يتم تكوينها من الأرباح المحتجزة حيث عرفت على أنها: الاحتياطات مهما كان نوعها إنما هي عبارة عن أرباح صافية قابلة للتوزيع ولكنها حجزت في حساب احتياطي خاص لذلك فهي تعتبر حقا من حقوق أصحاب المشروع عندما تحقق المؤسسة أرباح غالبا مالا يوزع هذا الأخير كله ويحتفظ بجزء منه، ويعتبر هذا الجزء المحتفظ به مصدر التمويل للتوسع في المؤسسة.¹

المطلب الثاني: سياسة الاستدانة

بصفة عامة التمويل الذاتي لا يغطي كل احتياجات الشركة ومن أجل ضمان التوازن المالي لها تقوم الشركة بالاعتماد على سياسة الاستدانة والمتمثلة في التمويل من خلال الاقتراض، حيث تتوفر أمام الشركة تشكيلة متنوعة من القروض البنكية وذلك حسب حاجة الشركة للتمويل حيث يمكن تقسيمها إلى قروض طويلة الأجل، متوسطة الأجل وقصيرة الأجل، والقروض الإيجاري. هذا وتلجأ كذلك الشركة في حالة ضعف التمويل الذاتي أو عدم قدرتها على الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية إلى الاستدانة عن طريق إصدار للسندات في السوق المالي. وسنقوم في هذا المطلب بعرض كل سياسة على حدا.

أولا: سياسة الاقتراض البنكي

وتتمثل في ما يلي:²

1) القروض طويلة الأجل

هي القروض التي تتراوح مدتها من سبع إلى عشرين سنة توجه أساسا لحياسة مختلف الأصول طويلة الأجل والتي تتجاوز مدة اهتلاكها سبع سنوات، وتقدم بصفة عامة لتمويل المشروعات الاستثمارية ذات النفع العام ويسدد القرض وفقا للعمر الإنتاجي للأصل ونظرا لطبيعة هذه القروض (المبلغ الضخم والمدة الطويلة)، تقوم بها المؤسسات المتخصصة في تعبئة الأموال اللازمة على مصادر ادخارية طويلة الأجل. ويتميز القرض طويل الأجل بأنه:

- مجمع أي لا يكون مقسم عكس السندات.
- محدد الوجهة أي يكون موجها لاستثمارات محدد بدقة.
- تفاوضي أي لا يمكن الحصول عليه بسهولة إلا بعد مفاوضات مع البنك.

2) القروض متوسطة الأجل

¹ رندة فراح، مرجع سابق، ص: 18.

² محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص: 152، 155.

تتراوح مدتها من سنتين إلى سبع سنوات لتمويل الأصول الجارية في الشركات مثل الآلات، وسائل النقل وذلك حفاظا على قدرة الشركة على تحقيق المردودية من خلال ضمان استمرارية الاستثمارات في الشركة، بحيازة استثمارات جديدة أو تجديد القائمة وكذلك تمويل الجزء الدائم من استثماراتها في رأس المال العامل وتمويل الإضافات على أصولها الثابتة، حيث تكون هذه القروض في الغالب مضمونة بأصل معين.

(3) القروض قصيرة الأجل

يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها الشركة من البنوك وشركات الأموال، وذلك من أجل تغطية احتياجاتها من الأموال لتمويل دورة استغلالها، وذلك نتيجة لتكرار العمليات خلال الدورة، فإنها تحتاج إلى هذا النوع من التمويل الذي يتناسب مع الطبيعة المتكررة لهذه العمليات.

(4) القرض الإيجاري

يعرف قرض الإيجار على أنه نوع من التمويل في صورة عقد بين المؤجر والمستأجر، يلتزم بمقتضاه المؤجر بتأجير أصل معين إلى المستأجر في شكل معدات، آلات... الخ، على أن يقوم المستأجر بدفع أقساط الإيجار للمؤجر التي مجموعها يساوي أو يفوق ثمن شراء الأصل موضوع العقد، وقد يكون للمستأجر في نهاية مدة العقد الحق في شراء أو عدم شراء الأصل المؤجر¹.

ثانيا: سياسة التمويل السندي

تلجأ المؤسسات التي تنشط في محيط يتميز بكفاءة ونشاط للأسواق المالية إلى الاستدانة عن طريق إصدار للسندات، وذلك من أجل الحصول على أموال مهمة لتمويل نشاطها خلال فترات النمو.

(1) السندات

وهي بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، حيث يقتضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا لمدة محددة وبسعر فائدة معين، والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروط لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق².

والسند هو ورقة مالية تمثل دين طويل الأجل على الشركة المصدرة له وجزء من الدين الكلي، وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية، بمعنى أن هناك احتمال تحقيق ربح أو خسارة لحامل السند. وتلجأ المؤسسة للتمويل بالسندات للأسباب التالية:

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي (المتاجرة بالملكية).
- محدودية التكلفة.

¹ حريد رامي، "البدائل التمويلية للاقتراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة". أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص: 158.

² المرجع السابق، ص: 38.

- الميزة الضريبية.
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.
- إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق يؤدي إلى تحقيق مرونة للمؤسسة بتعديل هيكلها المالي.
- تناسب المستثمرون الذين يرغبون بعائد ثابت ولا يرغبون في المخاطرة¹.

(2) الصكوك

ظهر الاهتمام بتوفير بديل مناسب للسندات الربوية منذ العمل المصرفي الإسلامي الحديث (1976) بهدف إيجاد بديل إسلامي للتمويل، وتعرف الصكوك بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو مزيج بينها، وذلك بعد تحصيل قيمتها وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

ويمكن تصنيف الصكوك بحسب طبيعة ملكية أصولها إلى:

- أ. صكوك مدعومة بالأصول: تكون أصول الصكوك في هذه الحالة مسجلة قانوناً باسم حملة الصكوك ويعطي الحق فيها لحملة الصكوك بجانب الملكية الشرعية ملكية قانونية كاملة، ولهم حرية التصرف بالأصول والتنفيذ المباشر عليها باعتبارهم مالكيين قانونياً، وعند إصدار مثل هذا النوع من الصكوك يكون الاهتمام حول كفاءة الأصول.
- ب. صكوك قائمة على الأصول: تكون أصول الصكوك في هذه الحالة مسجلة باسم الجهة المنشئة، ولا يتم تسجيل ملكية الأصول قانوناً باسم حملة الأسهم، بحيث يكون لحملة الصكوك ملكية شرعية ولا يكون لهم ملكية قانونية كاملة وبالتالي فليس لهم حرية التصرف بالأصول إلا ببيعها للجهة المنشئة، وهنا يكون الاهتمام بالكفاءة الائتمانية للجهة المنشئة.²

¹ محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص: 160.

² مشري فريد، مرجع سابق، ص: 96.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل الخاص بالإطار النظري للشركات و شركات المساهمة ومصادر تمويلها، سمح لنا بالخروج بمفهوم الشركة بصفة عامة بمختلف تصنيفاتها، ومن بينها التصنيف القانوني للشركات الذي ينقسم إلى شركات أشخاص وشركات أموال، هذه الأخيرة تضم شركات المساهمة والتي تعرف بأنها تلك الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية قابلة للتداول وكل جزء فيها يسمى سهم وتشكل أساس من قدرتها المالية الكبيرة وذلك من خلال مختلف مصادر التمويل المتوفرة والمتاحة لها والمتمثلة في سياسة التمويل الذاتي، سياسة الاستدانة التي تضم سياسة الاقتراض البنكي وأيضاً سياسة التمويل السندي، وتعتبر مصادر تمويل شركات المساهمة بمختلف أشكالها بمثابة الدعامة الأساسية لتزويدها بالاحتياجات المالية التي تضمن لها النمو والاستمرارية.

الفصل الثالث: دور

الصكوك في تمويل شركات

المساهمة محل الدراسة

بسوق دبي المالي خلال

الفترة 2014-2018

تمهيد:

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي تم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، وقد شهد هذا السوق تطوراً ملحوظاً منذ نشأته إلى يومنا هذا، حيث عمل على النهوض وتطوير الدور المنسوب له والمتمثل في توفير الأدوات المالية التي تلبي طلبات الأفراد والمتعاملين فيه.

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة، حيث تسعى هذه الأخيرة إلى جمع واستقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال لتحقيق أهدافها الإنتاجية والتوسعية التي تسعى إليها.

ويعتبر سوق دبي المالي من أهم الأسواق التي تتعامل بالمنتجات المالية الإسلامية عموماً والصكوك الإسلامية خصوصاً، وهذا نظراً للتسهيلات والتحفيز التي وضعتها حكومة الإمارات العربية المتحدة لدعم هذه الصكوك، كونها أداة تمويلية أكثر أماناً وأقل مخاطرة.

وعلى ضوء هذا سنتطرق من خلال هذا الفصل إلى سوق دبي المالي، وكذا دراسة وتحليل جوانب تطبيقية لاستخدامات الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة المسجلة في سوق دبي المالي للأوراق المالية، من خلال المبحثين التاليين:

المبحث الأول: التعريف بسوق دبي المالي والشركات محل الدراسة.

المبحث الثاني: تحليل مصادر التمويل في شركات المساهمة محل الدراسة وتطور مكانة الصكوك في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018.

المبحث الأول: التعريف بسوق دبي المالي

يعد إنشاء سوق دبي المالي للأوراق المالية من الخطوات الهامة في مسار تطور القطاع المالي في دولة الإمارات العربية المتحدة لمساهمتها في استغلال أفضل للموارد المتاحة عن طريق توفير الظروف الملائمة للتعامل بالأوراق المالية.

سوف نحاول من خلال هذا المبحث التعريف بسوق دبي المالي للأوراق المالية وذلك بالتطرق إلى نشأته، منتجاته، خصائصه، مبادئه، وهيكله التنظيمي، بالإضافة إلى التعريف بالشركات محل الدراسة.

المطلب الأول: نبذة عن سوق دبي المالي

يعتبر سوق دبي المالي من أهم وأبرز الهيئات التي تساهم في تقدم النشاط الاقتصادي ورفيه في دولة الإمارات العربية المتحدة، ولقد أدى تنوع خدماته إلى الاهتمام بتطويره من أجل تقديم أفضل الخدمات وفقا لأعلى معايير التميز والاحترافية المعمول بها عالميا.

أولا: نشأة سوق دبي المالي وتطوره.

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقدمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح 20% من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات، حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وفي 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM)، وقد استطاع أن يحقق في خلال مدة زمنية قصيرة نجاحات وتطورات بارزة، ويعود سبب ذلك بشكل عام إلى الدعم والتعاون السخي من جانب المشاركين والشركاء والموظفين.

في 2010، أطلق سوق دبي المالي حلا مبتكرا، باسم آيفستر، مصمم ليكون حلقة الوصل المرنة و الفعالة بين السوق والمستثمرين، في خطوة هي الأولى من نوعها بين البورصات على المستوى العالمي، وبدلا من الطريقة التقليدية المعتمدة على الشيكات، أصبح بمقدور المستثمرين استلام توزيعات الأرباح النقدية بصورة فورية من خلال بطاقات الدفع من (آيفستر) التي يمكن استخدامها أيضا على المستوى العالمي لعمليات الشراء عبر الإنترنت ومشتريات التجزئة.

بالإضافة إلى ذلك، أطلق سوق دبي المالي في العام 2011 الخدمة الهاتفية للاستعلام عن محفظة الأسهم وهي بوابة إلكترونية صوتية تعمل على مدار الساعة، مصممة خصيصا لتلبية احتياجات المستثمرين المتطورة، كما أنها الخدمة الأولى من نوعها بين أسواق المال في المنطقة، وتتيح هذه الخدمة للمستثمرين فرصة متابعة تفاصيل استثماراتهم و معاملاتهم في الشركات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي أولا بأول.

يعمل سوق دبي المال كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في دولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.

نجح سوق دبي المالي سريعا في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي، وقد عززت الجهود الإستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية مكانة دبي كمركز للتميز على المستوى الإقليمي، ورسخت وضعيتها الإمارات الرائدة في قطاع أسواق المال، من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين المحليين والعالميين.¹

ثانيا: خصائص سوق دبي المالي

لسوق دبي المالي عدة خصائص تميزه عن باقي الأسواق المالية الأخرى وهي كالآتي:²

(1) أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة:

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي للإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم.

(2) أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام إقليميا:

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس ريادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.

(3) أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية:

كما أن سوق دبي المالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها، بقرار من رئيس مجلس الوزراء، حاكم دبي.

(4) خاضع تنظيميا لهيئة الأوراق المالية والسلع:

يخضع سوق دبي المالي تنظيميا لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي تملك السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي، يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP).

¹ <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>. Consulté le, 15/05/2019.

² موقع سوق دبي المالي، المرجع السابق.

5) أول سوق مالي إقليمي يدمج عملياته:

أحرز سوق دبي المالي نجاح في عام 2010، من خلال تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين، وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

ثالثاً: منتجات سوق دبي المالي

يوفر سوق دبي المالي للمستثمرين والمتعاملين المنتجات والخدمات المبتكرة التي تمكنهم من إجراء عمليات التداول والتقص والتسوية والإيداع للأوراق المالية في بيئة تتسم بالكفاءة والشفافية والسيولة، تتمثل هذه المنتجات في:¹

1) أدوات الملكية:

يعد سوق دبي المالي بمثابة سوق ثانوي لتداول الأسهم وغيرها من أدوات الملكية والأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة العامة والهيئات الحكومية وشبه حكومية، سواء كانت قائمة في دولة الإمارات العربية المتحدة أو في الخارج.

تمثل الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي مجموعة واسعة من القطاعات الاقتصادية بما في ذلك الشركات الرائدة في قطاع العقارات، البناء، الإنشاءات الهندسية، الخدمات المصرفية، النقل، الاستثمار، الخدمات المالية، التأمين، الاتصالات، وقطاعات السلع الاستهلاكية وغيرها.

يتعامل 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. تتوفر حالياً الفئات التالية من الأسهم في سوق دبي المالي:

أ. الأسهم:

يمثل كل سهم من الأسهم حصة ملكية في شركة على سبيل المثال، إذا قمت بشراء 1000 سهم في شركة ما، فإنك تعد مالكا أو شريكا في جزء من هذه الشركة بمقدار ما تمثله هذه الأسهم في الشركة، ويتم قياس أداء الشركة في غالب الأحيان بمقدار الأرباح التي يتحصل عليها المساهمون وسعر سهمها في الأوراق المالية وعادة ما يشار إلى الأسهم باسم "الحصص"، وتعد الأسهم العادية أكثر أنواع الأسهم شيوعاً، وتشمل الأنواع الأخرى من الأسهم الممتازة أو أسهم الحقوق، ويمكن لأي شركة إدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية ويمكن تناول أسهم الشركات المدرجة في البورصة.

¹ موقع سوق دبي المالي، المرجع السابق.

ب. أسهم الإدراج المزدوج:

هي أسهم الشركة المدرجة والمتداولة في أكثر من بورصة، فعلى سبيل المثال أسهم بيت التمويل الخليجي مدرجة في سوق دبي المالي ومدرجة أيضا في سوق البحرين للأوراق المالية.

ت. أدوات مالية أخرى:

يواصل سوق دبي المالي العمل بشكل وثيقة مع الهيئة المنظمة للسوق وهي هيئة الأوراق المالية والسلع بهدف تنويع الأدوات المالية المتاحة وتوفير خيار أوسع من فئات الأصول كفرص استثمارية، وذلك من اجل تلبية الاحتياجات المتنامية للمستثمرين، ومن ضمن الأدوات المالية الأخرى التي يجري تطويرها صناديق الاستثمار المتداولة، وحقوق الاكتتاب المتداولة والأذونات المغطاة، كما يجري تطوير آليات جديدة من شأنها أن تعزز نشاط التداول في السوق ومنها إقراض واقتراض الأوراق المالية وصانع السوق والبيع على المكشوف.

(1 أدوات الاقتراض:

وليكون سوق دبي المالي عاصمة الاقتصاد الإسلامي عالميا، ويقرر من رئيس مجلس الوزراء حاكم دبي تم تحويلها إلى مركز عالمي للصكوك، حيث يعمل السوق بثبات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية من خلال وجود هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.

وقد شهدت أسواق رأس المال في دبي نموا إيجابيا في إدراجات الصكوك، مما وفر خيارات أوسع من الاستثمارات للمستثمرين المحليين والإقليميين والدوليين، وذلك في ظل النمو المتزايد عالميا بسوق الصكوك والسندات على نطاق أوسع.

أ. 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 سوق دبي المالي في البورصتين.

الصكوك عبارة عن سندات يتم صياغتها لتتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، إلا أنها وعلى عكس السندات التقليدية لا تتضمن دفع فائدة، حيث تعتمد الصكوك على تحصيل الأموال من أصحابها واستثمارها في عقود تمويل مناسبة وعقود استثمارية، إلا أنه بدلا من دفع المال مباشرة لطالبي التمويل مقابل سداده في المستقبل، ويتم إجراء معاملات على الأصول وحقوق المنفعة والحقوق المنفعية والحقوق المالية.

ب. السندات:

يوفر سوق دبي المالي وناسداك دبي مجموعة متنوعة من السندات بما في ذلك السندات المصدرة من شركات المساهمة العامة والخاصة، والمصدرة من الجهات الحكومية والمؤسسات، السندات المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي قابلة للتداول داخل البورصتين.

فالسند عبارة عن أداة دين تباع من قبل الشركات أو الحكومات حيث تتعهد الجهات المصدرة له بدفع فائدة سنوية أو نصف سنوية معلومة ومحددة في عقد الإصدار ومكتوب على السند نفسه، ويعرف بالكوبون، كما تعترف الجهة المصدرة له بمديونيتها للشخص أو الجهة المالكة للسند بالقيمة الاسمية الواردة على نفس السند، كما تتعهد هذه الجهة بإطفاء سنداتها في وقت محدد متفق عليه يسمى "تاريخ الاستحقاق". تتضمن معظم السندات عبارة يتعهد بموجبها المصدر سداد سلسلة من الدفعات النقدية كل ستة شهور بالإضافة إلى مبلغ واحد عند نهاية عمر السندات إلى المستثمر حامل السند، ويتم تحديد الدفعات من خلال ضرب سعر فائدة السند بالقيمة الاسمية لهذا السند.

فعلى سبيل المثال إذا قامت شركة بإصدار سند بقيمة اسمية تبلغ 1000 درهم وسعر فائدة 10% فإن مبلغ الفائدة السنوي على هذا السند يكون 100 درهم، وعادة تتم الدفعات بشكل نصف سنوي وبالتالي فإن حامل هذا السند سيحصل على 50 درهما كل ستة أشهر.

وفي موعد الاستحقاق تقوم الشركة المقترض بدفع قيمة السند إلى حامله بالإضافة إلى مبلغ دفعات سعر الفائدة المستحقة عن تلك الفترة، فإذا قامت شركة بإصدار سند مدته 10 سنوات وبسعر فائدة 10%، فإن ذلك يعني أن هذه الشركة ستدفع للمستثمر كل ستة شهور 50 درهما لمدة 10 سنوات (أو إجراء ما يعادل الدفع وفقا لأحكام نشرة الإصدار) بالإضافة إلى مبلغ 1000 درهم مع نهاية السنة العاشرة.

ويتحدد سعر الفائدة على السند بعدة عوامل أهمها عامل المخاطر بالنسبة إلى الشركة المصدرة، فالشركات الكبيرة أو ذات السمعة والتصنيف العالي تتخضع درجة المخاطر على الاستثمار فيها، وبالتالي يكون سعر الفائدة الذي يطلبه المستثمر منخفضاً، كما أن الفترة الزمنية كذلك تحدد سعر الفائدة فكلما كانت فترة السند أطول كلما كان سعر الفائدة على السند أعلى.

1) صناديق المؤشرات المتداولة:

تماشياً مع إستراتيجية سوق دبي المالي لتوفير منتجات استثمارية متطورة ومتنوعة أمام جمهور المستثمرين يوفر سوق دبي المالي إطار تنظيمي ملائم لإدراج وتداول صناديق الاستثمار المتداولة، وهي عبارة عن صناديق استثمارية مفتوحة ومدروجة ومتداولة في السوق، وهي تجمع بين ميزات صندوق المؤشر والسهم، حيث تعكس سيولة صناديق الاستثمار المتداولة سيولة سلة الأسهم المتعاقد عليها التي يتم بناء عليها إنشاء هذه الصناديق، كما تسمح هذه الصناديق للمستثمرين بالاستثمار في الأصول الأساسية لصندوق الاستثمار المتداولة بطريقة فعالة من حيث التكلفة دون الحاجة إلى الاستثمار في الأصول الأساسية مباشرة، على سبيل المثال يمكن لمستثمر أن يستثمر في سلة من الأسهم التي يقوم عليها المؤشر العام لسوق دبي المالي عن طريق شراء صناديق الاستثمار المتداولة الخاصة بالمؤشر 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.

(2) إقراض واقتراض الأوراق المالية

"إقراض واقتراض الأوراق المالية" أو "إقراض الأوراق المالية" عبارة عن قرض مؤقت الأوراق 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 للمقرض 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 المقترض مساوية للمبلغ الذي اقتترض، لا يعد مقرض الأوراق المالية مالكا لها كما لا يمكن له الحق في التصويت، إلا أنه يحتفظ بالحق في طلب استرجاع الأوراق المالية من المقترض ويجب عليهم ممارسة هذا الحق عند الرغبة في التصويت.

فوائد إقراض واقتراض الأوراق المالية:

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

(3) تسوية إعادة الشراء (الريبو)

يعتبر الريبو أو اتفاقية إعادة الشراء، بمثابة أداة مالية يوفر من خلالها الطرف المشتري سيولة نقدية للطرف البائع في مقابل الأوراق المالية التي بحوزة الطرف البائع، والذي يمكنه بعد فترة زمنية محددة إعادة شراء تلك الأوراق المالية المستخدمة كسيولة من المشتري بسعر يحدد سلفا عند إبرام الصفقة وسوف يقوم سوق دبي المالي بتسهيل تسوية معاملات إعادة الشراء خارج السوق فيما يتعلق بالأوراق المالية المدرجة في سوق دبي المالي.

المطلب الثاني: مبادئ سوق دبي المالي وهيكله التنظيمي والمتعاملين في سوق دبي المالي.

سننظر في هذا المطلب لمبادئ سوق دبي المالي، إضافة إلى هيكله التنظيمي والمتعاملين فيه.

أولاً: مبادئ سوق دبي المالي

لسوق دبي المالي مبادئ تتمثل فيما يلي:¹

- (1) الشفافية: تضع السوق الشفافية نصب أعينها في كافة إجراءاتها وقراراتها.
- (2) الكفاءة: تركز على ترسيخ كفاءة جميع عملياتها.
- (3) الإيداع: تؤمن بأن إيداع اليوم هو عماد مستقبلها.
- (4) السرية: تلتزم بالسرية المطلقة لحماية لمصالح عملائها.
- (5) النزاهة: تلتزم بأخلاقيات العمل والنزاهة المطلقة.

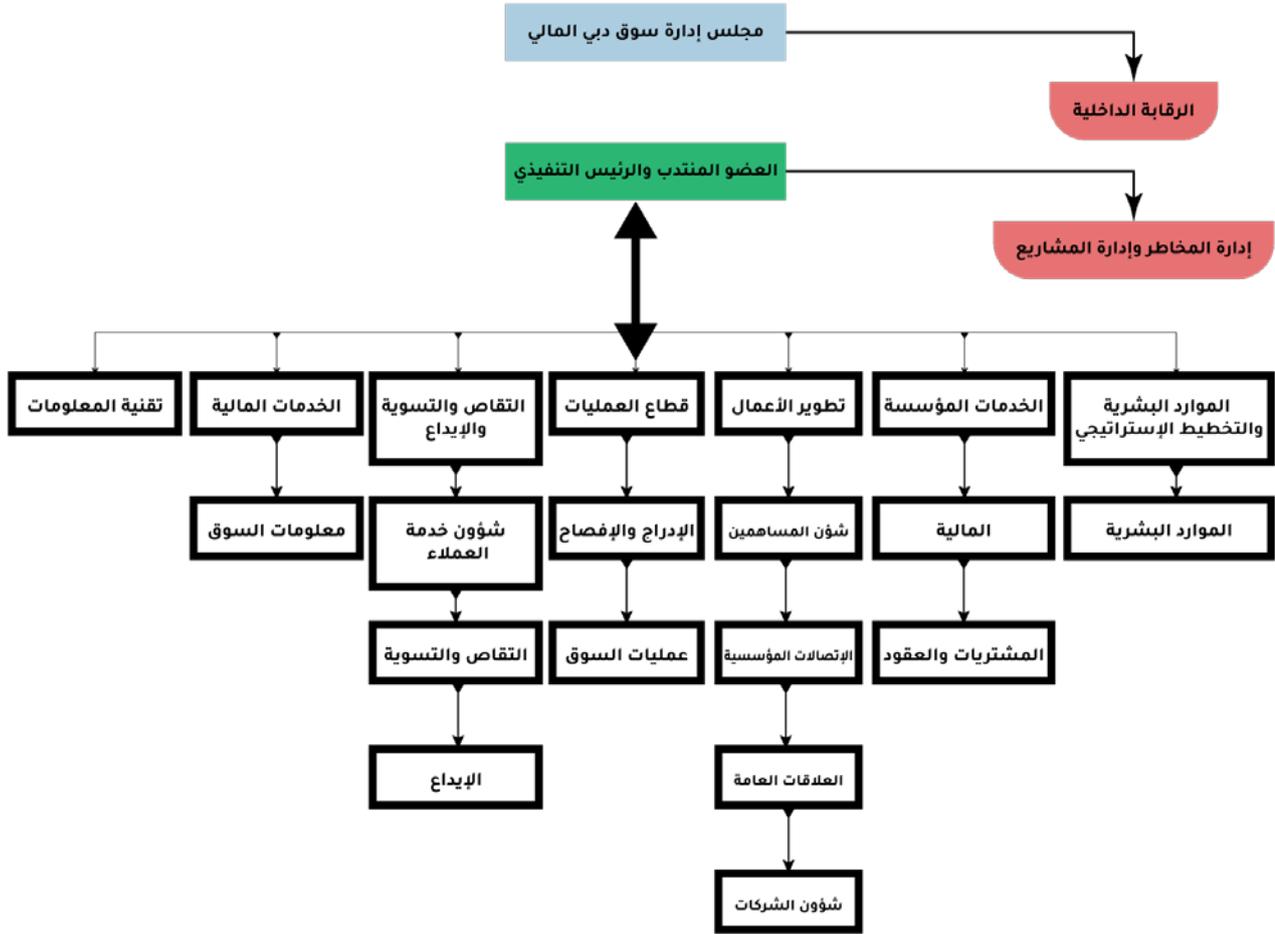
ثانياً: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي

يسعى سوق دبي المالي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الإستراتيجية التي تجعله عاملاً مهماً للنهوض بالاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية الاقتصادية من جهة ومواجهة التحديات التي تفرضها التغيرات السريعة التي يشهدها العالم من جهة أخرى.

وفي هذا الإطار، ومن أجل تحقيق الأهداف المسطرة فإنه يصبح من الضروري وضع هيكل تنظيمي كفاء قادر على تنفيذ الاستراتيجيات المتبعة و تطبيق الخطط الموضوعة، حيث أجرى سوق دبي المالي عام 2010 مجموعة من التغيرات على هيكله التنظيمي بهدف مواكبة الاحتياجات المتنامية للمتعاملين في السوق والارتقاء بخدماته وفق أفضل الممارسات العالمية، وتمتلك بورصة دبي وهي الشركة القابضة لسوق دبي المالي بنسبة 80% من أسهم السوق في حين يمتلك الجمهور 20% من أسهمه.

¹ <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> consulté le 16/05/2019.

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



المصدر: <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> موقع سوق دبي المالي

يشتمل سوق دبي المالي على ستة قطاعات رئيسية تركز على تحقيق الأهداف الإستراتيجية للشركة: قطاع العمليات، قطاع التقاص والتسوية والإيداع، قطاع الخدمات المالية، قطاع تطوير الأعمال، ودائرة الخدمات المؤسسية وقطاع الموارد البشرية والتخطيط الإستراتيجي. وتتمثل وظائف كل قطاع فيما يلي¹:

1. **قطاع العمليات:** يتألف قطاع العمليات من ثلاث إدارات مركزية، وهم إدارة تكنولوجيا المعلومات وعمليات السوق والإيداع والإفصاح، حيث تعمل هذه الإدارات معاً على ضمان حسن سير تنفيذ الأعمال اليومية في السوق وسرعة تنفيذها، وذلك من خلال اعتماد أحدث التقنيات وتطبيق أفضل الممارسات في هذا القطاع، وتتمثل وظائفه فيما يلي:
 - زيادة مرونة الأعمال باستخدام تكنولوجيا وأتمتة الإجراءات.
 - تحسين الكفاءة التشغيلية من خلال التقنيات المتطورة.

¹ عبد الحميد لشهب، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل صكوك الأوراق المالية-دراسة تطبيقية على سوق دبي المالي"، مذكرة ماستر في علوم التسبير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف-ميلة-، سنة 2016/2017، ص 102، 106.

- تسهيل عملية صنع القرار من خلال إتاحة إمكانية تحليل البيانات الفورية والسابقة.
- تقليل المخاطر التشغيلية من خلال التخطيط لاستمرارية الأعمال وضوابط التقنية.
- تقليل مخاطر التداول من خلال ضمانات الوسيط وإدارة الحسابات.
- توفير معاملة عادلة للمستثمرين والشركاء التجاريين من خلال قواعد عمل تحكمها نظم آلية.
- مراقبة التداول والتأكد من التزام الوسطاء العاملين في السوق بكافة قوانين ولوائح السوق.
- ترخيص شركات الوساطة ومنح الموافقة للأفراد للعمل كوسطاء في سوق دبي المالي .
- وضع قواعد ومعايير نظام التداول.

2. قطاع التقاص والتسوية والإيداع:

أهم وظائف القطاع :

- توفير جو من الأمن والاستقرار للمستثمرين في تعاملهم مع سوق دبي المالي من خلال الحفاظ على سرية المعلومات الخاصة به موعد مقبول أي أوامر غير رسمية أو غير موثوق بها عند تنفيذ أي إجراء.
- الحد من فرص الاحتيال في الأوراق المالية للمستثمرين من خلال ممارسة رقابة صارمة على معاملات.
- الوسطاء مع دائرة التقاص لصالح المستثمر.
- ضمان استلام وتسليم معلومات دقيقة للمستثمر، بعد التأكد من هويته .
- أداء واجباتها بكفاءة من خلال ضمان صحة التطبيقات والوثائق الداعمة واستكمال المعاملات في موعدها.
- ضمان استكمال التسوية اليومية بشكل صحيح ودقيق عن طريق التأكد من استلام جميع المبالغ المستحقة من الوسطاء ودفع جميع المستحقات.

3. قطاع الخدمات المالية:

- يوفر قطاع الخدمات المالية خدمات رائدة من خلال دائرتيه الأساسيتين؛ خدمات بيانات السوق وخدمات عمل الشركات، وتعمل هاتان الإدارتان على تلبية الطلب المتزايد للمشاركة في السوق، وفي ما يلي بعض المهام الرئيسية التي يقوم بها القطاع:
- توفير إمكانية الوصول المباشر إلى معلومات تتسم بأعلى مستويات الدقة وفي الوقت المناسب من خلال توفير عدة أنواع من الملقمات بمستويات مختلفة.
 - إعداد وتخطيط اجتماعات الجمعية العمومية العادية وغير العادية، وكذلك الإعداد لعملية التصويت /التصويت الإلكتروني، وتوفير مجموعة من الخدمات منخفضة التكلفة الموضوعة

خصيصًا للوفاء بمتطلبات الاجتماع باستخدام أحدث ما توصلت إليه التقنية والتطبيقات الأكثر تقدمًا في السوق.

- حساب وتوزيع الأرباح والمدفوعات والتوفيق بينها نيابة عن عملاء سوق دبي المالي من خلال استخدام أنظمة قوية وإجراءات فعالة من شأنها خفض التكاليف والحفاظ على الدقة.
- توفير إدارة إلكترونية على مستوى عالٍ لعلاقات المستثمرين/الاكتتاب العام وحلول عالية المستوى لمعالجة السداد، بحيث تحل موقعاً استراتيجياً تصبح بموجبه الخدمات الإلكترونية العمود الفقري للمديرين رفيعي المستوى والبنوك القابضة.

4. قطاع تطوير الأعمال:

يعتبر تطوير الأعمال المحرك الرئيسي لأربع مجالات رئيسية، هي شؤون الجهات المدرجة، العلاقات مع الجمهور، والتواصل مع الشركات وعلاقات المستثمرين، والتي تقوم بالعديد من المهام، منها:

- بناء علاقات مؤسسية مع الجهات المدرجة القائمة في السوق والحفاظ عليها ودعمها في الأمور المتعلقة باحتياجات أعمال علاقات مستثمرين.
- جذب وتوجيه الشركات المحتمل المتطلعة إلى الاكتتاب العام.
- بدء مشروع جديد يساعد على بناء وتنمية الاكتتاب العام في سوق دبي المالي وبورصة ناسداك دبي .
- تطوير الخدمات الذكية للجهات المدرجة وتوفير الدعم الاستراتيجي اللازم لزيادة الوعي بين المتعاملين الرئيسيين للجهة المدرجة.
- التواصل مع وسائل الإعلام المختصة في الشؤون المالية من خلال تزويدهم بالبيانات والتقارير الرسمية والنشرات.
- التفاعل مع الوفود الخارجية، الجهات الحكومية، والمؤسسات ذات الصلة بسوق دبي المالي والقيام بتنسيق الاتصالات اللازمة والمؤتمرات الإعلامية.
- إدارة علاقات المستثمرين الحاليين في سوق دبي المالي وضمان تطبيق أفضل ممارسات علاقات المستثمرين من أجل دعم المستثمرين والتواصل مع المحليين.

5. قطاع الخدمات المؤسسية

يتكون قسم خدمات الشركات من ثلاثة إدارات أساسية؛ إدارة المالية، الإدارة القانونية، و إدارة المشتريات والتعاقد، وتقدم كافة هذه الإدارات الدعم اللازم والضروري الذي يحتاج إليه سوق دبي المالي للتأكد من استمرار كافة عمليات التشغيل بأكبر قدر ممكن من الكفاءة، و فيما يلي بعض المهام الأساسية التي يؤديها هذا القسم:

- إعداد وتطوير ميزانية مالية شاملة وإستراتيجية مدمجة مع ميزانية التشغيل الإستراتيجية وكافة مخططات قطاع سوق دبي المالي، وتوفير جميع المعلومات المالية ذات الصلة التي تتوافق مع المعايير الدولية للمحاسبة، والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، واللوائح والقوانين وأفضل الممارسات لمساعدة الإدارة في عملية صنع القرار.
- تطوير النظم المالية وتطبيق أفضل الممارسات في مجال الرقابة الداخلية و إدارة التدفق النقدي والسيولة وتحليل الفجوة والتي تفي بجميع احتياجات عملائنا في الداخل والخارج بكفاءة.
- توفير وتأمين جميع احتياجات مواد وخدمات سوق دبي المالي من حيث الجودة والتكلفة والتسليم في الوقت المحدد، وكذلك التزايد المستمر في قاعدة بيانات الموردين وإعداد جميع العقود والاتفاقيات اللازمة وفقا للقواعد واللوائح القياسية.
- تزويد جميع أقسام سوق دبي المالي بالاستشارات القانونية والتأكد من امتثال جميع العقود والمذكرات والوثائق القانونية للقانون وتوافقها مع سياسات ومعايير سوق دبي المالي قبل الموافقة عليها.

6. قطاع الموارد البشرية والتخطيط الاستراتيجي:

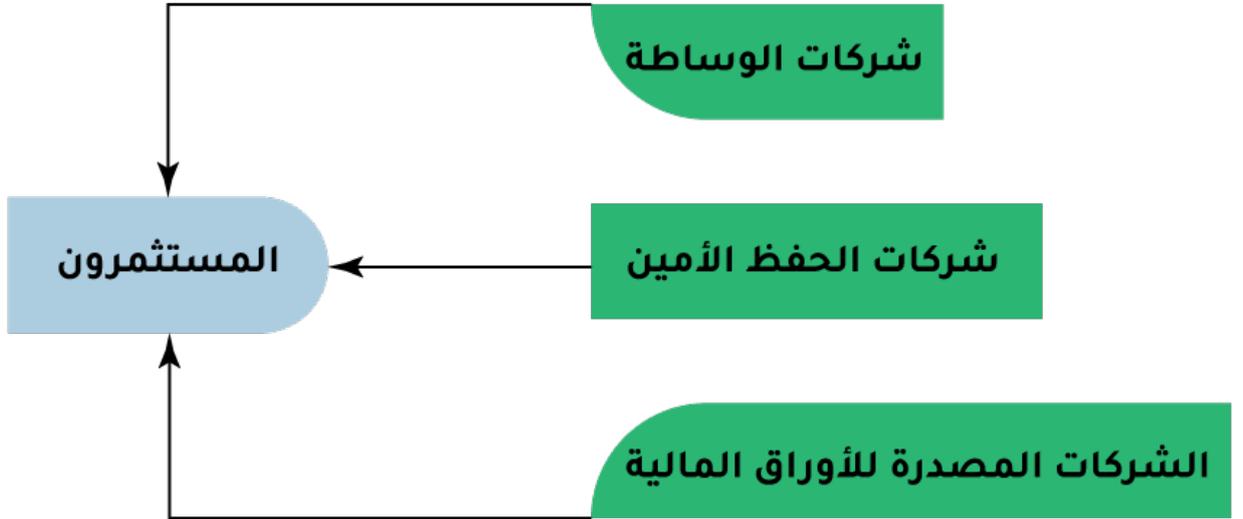
أهم وظائف القطاع:

- إدارة المواهب وتخطيط القوى العاملة.
- التوظيف والاختيار.
- التدريب والتطوير.
- علاقات الموظفين.
- التعويضات والفوائد.
- التخطيط الاستراتيجي.
- معايير تمكين التميز بناء على جائزة دبي للجودة.

ثالثا: المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي:

باعتبارها بورصة إقليمية رائدة تطبق أفضل الممارسات العالمية، وتخضع تنظيميا لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة يتم اختيار المتعاملين مع السوق، وخاصة شركات الوساطة وشركات الحفظ الأمين المعتمدة، وفق معايير صارمة من شأنها حماية حقوق المستثمرين. تشمل قائمة المتعاملين المعتمدين في السوق: المستثمرين، شركات الوساطة، وشركات الحفظ الأمين، و الشركات المصدرة للأوراق المالية، و جميعهم يؤدون دورا رئيسيا ضمن هيكل السوق المالي:

الشكل رقم (3-2): المتعاملون المعتمدون في سوق دبي المالي:



المصدر: <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> موقع سوق دبي المالي

وسنوضحها في ما يلي:¹

(1) المستثمرون:

يتوزع الاستثمار في سوق دبي المالي بين الاستثمار طويل الأجل والمضاربات، وسواء كان فردا أو مؤسسة فالمستثمر الذي يشتري أوراقا مالية ويحتفظ بها لمدة طويلة بهدف الحصول على أرباح نقدية أو عينية يسمى مستثمرا طويل الأجل، ويجب على أرباح نقدية أو عينية يسمى مستثمرا طويل الأجل، ويجب على هذا المستثمر الإلمام بالمعلومات الأساسية عن الشركات المدرجة التي يرغب في الاستثمار بها ومن أهمها الميزانية العمومية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية والنسب المالية الهامة.

(2) الشركات المصدرة للأوراق المالية:

تعد الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق دبي المالي وناسداك دبي عصب النمو الاقتصادي، وذلك لاضطلاعها بالمشاريع الكبرى التي تعجز عنها قدرات الأفراد العاديين بسبب قدرتها على تجميع رؤوس الأموال الضخمة.

¹ موقع سوق دبي المالي، مرجع سابق.

(3) شركات الوساطة:

الوسيط هو شركة مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع للقيام بأعمال الوساطة في السوق، وعقب تكامل العمليات مع ناسداك دبي في العام 2010، أصبح بمقدور المستثمرين الاعتماد على شركات الوساطة المشتركة لتداول الأوراق المالية في البورصتين باستخدام نفس رقم المستثمرين السوق.

(4) شركات الحفظ الأمين:

- تعيين غالبية المؤسسات الاستثمارية وبعض المستثمرين الأفراد أحد بنوك الحفظ الأمين
- لمتابعة وخدمة استثماراتهم في أسواق المال المختلفة.

المطلب الثالث: تقديم الشركات محل الدراسة

من أجل القيام بدراستنا وقع اختيارنا على ثلاث شركات: شركة داماك العقارية، شركة اعمار العقارية وشركة دبي للاستثمار، كونها شركات مساهمة مسجلة بسوق دبي المالي، وتستخدم الصكوك كأداة تمويلية وكمصدر من مصادر تمويل الشركة، وقبل التطرق إلى تحليل الهيكل التمويلي للشركات محل الدراسة، تجدر الإشارة إلى تأسيس الشركات وأهم التطورات التي مرت بها.

أولاً: شركة داماك العقارية

(1) نشأة شركة داماك العقارية

تأسست شركة داماك العقارية وهي شركة مساهمة عامة في إمارة دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة بعد موافقة السلطات المختصة وبموجب المرسوم الأميري الصادر بتاريخ 20 يونيو 1978، حيث تتبوّ شركة داماك العقارية مكانة رائدة في قطاع العقارات المترفة في منطقة الشرق الأوسط منذ 2002، مركز الشركة الرئيسي ومحلها القانوني في إمارة دبي، ويجوز لمجلس الإدارة أن ينشئ لها فروعاً ومكاتب داخل الدولة وخارجها، المدة المحددة لهذه الشركة هي 99 سنة بدأت من تاريخ قيدها بالسجل التجاري لدى السلطة المختصة، وتجدد هذه المدة بعد ذلك تلقائياً لمدة متعاقبة ومماثلة ما لم يصدر قرار خاص من الجمعية العمومية بتعديل مدة الشركة أو إنهائها.

حدد رأس مال شركة داماك العقارية بمبلغ 605 0000 000 درهم، قيمة كل سهم درهم واحد مدفوع بالكامل وجميع أسهم الشركة من ذات الفئة متساوية مع بعضها البعض في الحقوق والالتزامات.¹

(2) تطور شركة داماك العقارية:

أ. 2008/2000: التركيز على المبيعات والتحضيرات.

✓ 2002: الدخول المبكر إلى سوق العمل على الخارطة بنموذج رأس مال فعال.

¹التقرير المالي لشركة داماك العقارية لسنة 2015

- ✓ 2006: تسليم المشروع الأول "مارينا تيراس" في دبي.
- ✓ 2008: حركة مبكرة لإدارة الإنكشاف المالي ووضع الديون.
- ب. 2012/2009: التركيز على البناء.
- ✓ 2009: إدارة السيولة واستكمال البناء خلال الأزمة.
- ✓ 2011: دخول قطاع الضيافة وتأسيس "داماك ميزون".
- ت. 2015/2013: التركيز على الابتكار
- ✓ 2013 أهم التطورات كانت:
 - شراكات مع علامات فاخرة (ترامب/ فندي/ باراماونت).
 - إطلاق "أكويا من داماك".
 - أول إدراج عقب الأزمة (إصدار 380 مليون دولار أمريكي).
- ✓ 2014 أهم التطورات كانت:
 - إصدار صكوك لمدة خمس سنوات بقيمة 650 مليون دولار أمريكي بمعدل ربحي 4,97% سنويا.
 - تسليم أول مشروع "داماك ريزيدنسز".
 - إطلاق المشروع التطويري "أكويا أكسجين" بعد الاستحواذ على 55 مليون قدم مربعة.
 - إطلاق أول مشروع في المنطقة يحصل على شهادة رسمية بالالتزام بمبادئ الشريعة.
- ✓ 2015 أهم التطورات كانت:
 - إدراج أولي في البورصة المحلية -سوق دبي المالي-.
 - تسليم أول مشروع في الدوحة، قطر.
 - إطلاق مشروع "أيكون ناين ألامز" في لندن.
 - تسليم أول دفعة في "أكويا من داماك"، المشروع الرئيسي الأول للشركة.¹

ثانيا: شركة إعمار العقارية

(1) نشأة شركة اعمار العقارية

شركة اعمار العقارية هي شركة مساهمة عامة تم إنشائها في دولة الإمارات العربية المتحدة عام 1997 برأس مال مصرح به 6,096 بليون درهم، تم إدراج شركة اعمار العقارية في سوق دبي المالي منذ 26 مارس 2000.²

¹ موقع سوق دبي المالي، المرجع السابق.

² <https://www.emis.com>, consulté le: 28/05/2019.

وتعتبر من الشركات الرائدة عالميا في مجال التطوير العقاري ومن أهم مطوري المجمعات السكنية المتكاملة، حيث ساهمت بدور حيوي في الارتقاء بالقطاع العقاري في دبي إلى آفاق غير مسبوقه من التميز والجودة،¹ حيث تستثمر في العقارات وتطويرها ومراكز التسوق والبيع بالتجزئة والضيافة وخدمات إدارة العقارات وخدمات المرافق والاستثمار في الشركات التي تقدم خدمات مالية.

ولشركة اعمار العقارية عدد من الفروع على مستوى العالم وتنشط معظمها في مجال تطوير العقارات، إلا أن فرع المملكة العربية السعودية والذي أخذ اسم اعمار السعودية يعتبر من أهم الفروع الذي توليه الشركة اهتماما وذلك لأهمية السوق السعودي والنمو العقاري المتوقع منه.²

(2) التطورات الرئيسية لشركة اعمار العقارية

✓ **23 جوان 1997**: تأسيس الشركة برأس مال قدره 1000 مليون درهم، مقسمة إلى 100 مليون سهم بقيمة اسمية وقدرها 10 درهم لكل سهم، اكتتب المؤسسون ب 45% من الأسهم بينما تم طرح 55% من الأسهم للاكتتاب العام.

✓ **1999**: بدأت الشركة في إنشاء أول مشاريعها وهو "تلال الإمارات".

✓ **2001**: بدأت الشركة في تطوير مرسى دبي (دبي مارينا) والذي يضم أكبر بحيرة اصطناعية في العالم.

✓ **2004**: بدأت الشركة الأعمال الإنشائية في دبي مول والذي يعتبر أكبر مركز تسوق في العالم.

✓ **2005**: رفعت شركة اعمار العقارية رأس المال من 2650 مليون درهم إلى 2840 مليون درهم وذلك بإصدار أسهم منحة بما يعادل 7%.

كما أعلنت كذلك على بدأ الأعمال في برج دبي الذي تخطط الشركة له أن يصبح أطول برج في العالم. كذلك أعلنت الشركة عن أرباح قياسية للربع الأول من عام 2005، فاقت جميع التوقعات حيث حققت الشركة 1350 مليون درهم وبذلك أصبحت أول شركة مساهمة في الإمارات تتجاوز أرباحها الربعية مليار درهم.

✓ **27 ديسمبر 2005**: إعمار تباع 70% من بنك دبي (المملوك بالكامل لإعمار) لمجموعة دبي للاستثمار التابعة لدبي القابضة.

✓ **2006**: الاستحواذ على كامل أسهم شركة دبليو آل هومز في كاليفورنيا بأمريكا والمتخصصة ببناء المساكن مقابل 3,85 مليار درهم.

¹www.rowadalaamal.com, consulté le: 29/05/2019.

²www.argaam.com, consulté le: 29/05/2019

- ✓ **2007:** اعمار ودبي القابضة تتفقدان على إصدار اعمار ل 2364 مليون صك (قابلة للتحويل إلى أسهم إلزاما) لصالح دبي القابضة. كما أقامت اعمار تحالفا مع شركة بوادي لتنفيذ مشروع عقاري ضخم، بقيمة إجمالية تزيد عن 60 مليار درهم وبمساحة 70 مليون قدم مربع ليصبح أكبر مشروع سياحي بالعالم.
- ✓ **2008:** اعمار العقارية تعتمد سياسة توزيع أرباح نقدية بنسبة 20% سنويا كحد أدنى للتوزيعات السنوية، على أن تخضع التوزيعات الفعلية لموافقة الجمعية سنويا.
- ✓ **28 جانفي 2014:** تم زيادة رأس المال من 6109,90 مليون درهم إلى 6508,85 مليون درهم عن طريق تحويل سندات إلى أسهم.
- ✓ **23 أفريل 2014:** وافقت الجمعية العمومية على زيادة رأس المال من 6508,85 مليون درهم إلى 7159,74 مليون درهم عن طريق توزيع أرباح منحة بنسبة 10%.

ثالثا: شركة دبي للاستثمار

(1) نشأة شركة دبي للاستثمار

شركة دبي للاستثمار هي شركة مساهمة عامة رائدة مدرجة في سوق دبي المالي مع أكثر من 16771 مساهم ورأس مال مدفوع قدره 4 مليارات درهم. تأسست الشركة في عام 1995، ونمت بشكل كبير من خلال الاستثمار في عدد من الشركات في عدد من القطاعات، بدءا من العقارات، الصناعات التحويلية، عمليات الدمج والتملك، الرعاية الصحية والتعليم إلى الاستثمارات المالية في الإمارات والشرق الأوسط. ولا تزال شركة دبي للاستثمار تخلق الأثر الاقتصادي الإيجابي وقيمة على المدى الطويل لحملة الأسهم من خلال الاستثمار في قطاعات النمو المستدامة في الأسواق في جميع أنحاء العالم. إن نجاح وقوة دبي للاستثمار متأصلان في تنوعها سواء كانت محفظتها أو نمو الإيرادات المستمر، حيث يتمثل مجال عمل الشركة في:

- التطوير العقاري وإدارة العقارات.
- صناعات التصنيع والتجهيز.
- عمليات الاندماج والاستحواذ.
- الاستثمارات المالية.
- الرعاية الصحية.
- التعليم.¹

(2) التطورات الرئيسية لشركة دبي للاستثمار

¹موقع شركة دبي للاستثمار، www.dubaiinvestments.com، consulté le: 31/05/2019.

- ✓ 16 جويلية 1995: تأسيس شركة دبي للاستثمار في إمارة دبي.
- ✓ 8 ماي 2004: وافقت الجمعية العمومية على زيادة رأس المال من 650 مليون درهم إلى 715 مليون درهم عن طريق توزيع أسهم منحة ب 10%.
- ✓ 2005: زيادة رأس المال من 715 مليون درهم إلى 1716 مليون درهم، والسماح للأجانب بتملك أسهمها بنسبة 20% كحد أعلى.
- ✓ 2006: وافقت الجمعية العمومية على زيادة رأسمالها من 1716 مليون درهم إلى 1973.4 مليون درهم عن طريق أسهم منحة بنسبة 15%، وتأسيس شركة زجاج القابضة برأس مال قدره 400 مليون درهم.
- ✓ 2008: زيادة رأس المال من 7, 2170 مليون درهم إلى 32460 مليون درهم، من خلال توزيع أسهم منحة بنسبة 10% وطرح 850 مليون سهم للاكتتاب من قبل المساهمين.
- ✓ 22 أبريل 2014: وافقت الجمعية العمومية على زيادة رأس المال من 3570.40 مليون درهم إلى 3820.32 مليون درهم عن طريق توزيع أسهم منحة ب 7%.
- ✓ 8 أبريل 2015: وافقت الجمعية العمومية على زيادة رأس المال من 3820.32 مليون درهم إلى 4049.54 مليون درهم، عن طريق توزيع أسهم منحة ب 6%.
- ✓ 10 أبريل 2017: وافقت الجمعية العمومية على زيادة رأس المال من 4049.54 مليون درهم إلى 4252.02 مليون درهم، عن طريق توزيع أسهم منحة ب 5%.

المبحث الثاني: تحليل مصادر التمويل في الشركات محل الدراسة وتطور مكانة الصكوك في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018.

لقد شهد سوق دبي المالي في الفترة الأخيرة إقبالا واسعا على الصكوك من قبل المستثمرين، الأفراد والشركات، ويرجع السبب في ذلك إلى الوفرة التي تشهدها الصناعة المالية الإسلامية في الإمارات العربية المتحدة عموما، وقد تم اختيار سوق دبي المالي للدراسة، لاحتوائه على عدد من شركات المساهمة التي تعتمد في تمويلها على الصكوك، ومنها شركة داماك العقارية، شركة اعمار العقارية وشركة دبي للاستثمار، والتي تم التعريف بهم في المبحث السابق.

المطلب الأول: تطور المركز المالي لشركات المساهمة محل الدراسة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018.

سنتطرق في هذا المطلب إلى تطور المركز المالي لشركات المساهمة محل الدراسة والمدرجة ف سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، وسنتطرق إضافة إلى ذلك إلى تطور الصكوك الإسلامية في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة خلال الفترة 2014-2018.

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018

أولاً: شركة داماك العقارية:

الجدول رقم (3-1) تطور المركز المالي لشركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018م

الوحدة: ألف درهم امراتي

2018		2017		2016		2015		2014		شركة داماك العقارية
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
24.03%	6050000	23.87%	6050000	24.57%	6050000	25.8%	6050000	26.56%	5000000	رأس المال
3.59%	903497	3.16%	802313	2.57%	634196	23.23%	5446453	27.99%	5269177	الاحتياطيات
28.42%	7156234	27.67%	7013024	24.1%	5933864	34.80%	8160080	21.63%	4072517	أرباح مستبقة
—	—	—	—	—	—	41.93%	9830913	23.98%	4516084	حقوق عائدة لمساهمين الشركة
—	—	—	—	—	—	—	—	3.99%	752336	حقوق الأطراف الغير مسطرة
56.04%	14109731	54.71%	13865337	51.24%	12618060	41.93%	9830913	27.98%	5268410	مجموع حقوق الملكية
										المطلوبات
2.65%	667213	3.22%	815421	4.72%	1162637	4.54%	1064905	1.47%	276735	قروض بنكية
17%	4280434	15.54%	3937529	10.77%	2653598	11.68%	2739716	12.57%	2367946	شهادات صكوك
—	—	—	—	—	—	0.14%	33270	0.15%	28957	مخصص نهاية خدمة الموظفين
10.4%	2617811	12.92%	3274496	17.04%	4196801	23.6%	5533221	38.75%	7295131	مبالغ مدفوعة مقدمة من عملاء
13.9%	3501073	13.61%	3450713	16.22%	3994287	18.28%	4285472	18.85%	3548672	نعم تجارية دائنة وأخرى
—	—	—	—	—	—	—	—	0.21%	40345	المطلوبات لطرف ذو علاقة
43.96%	11066531	45.29%	11478159	48.76%	12007722	58.07%	13616584	72.02%	13557786	مجموع المطلوبات
100%	25176262	100%	25343496	100%	24625782	100%	23447497	100%	18826196	مجموع حقوق الملكية والمطلوبات

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على التقارير المالية لشركة المساهمة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018.

يمثل الجدول رقم (3-1): تطور المركز المالي لشركة المساهمة داماك العقارية خلال الفترة 2018-2014 والمبالغ بالآلاف درهم إماراتي، ومن خلاله يتضح أن شركة المساهمة داماك العقارية تعتمد في تمويل احتياجاتها على صنفين متمايزين وهما: حقوق الملكية والمطلوبات، وتختلف هذه الأصناف بحسب تاريخ استحقاقها ودرجة اعتماد الشركة عليها في تمويل نشاطاتها، ويمكن توضيح تطور مصادر تمويل شركة المساهمة داماك العقارية حسب هذه الأصناف خلال الفترة 2018-2014 من خلال الجدول والشكل التالي:

الجدول رقم (3-1-1): تطور مصادر تمويل شركة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة

2018-2014

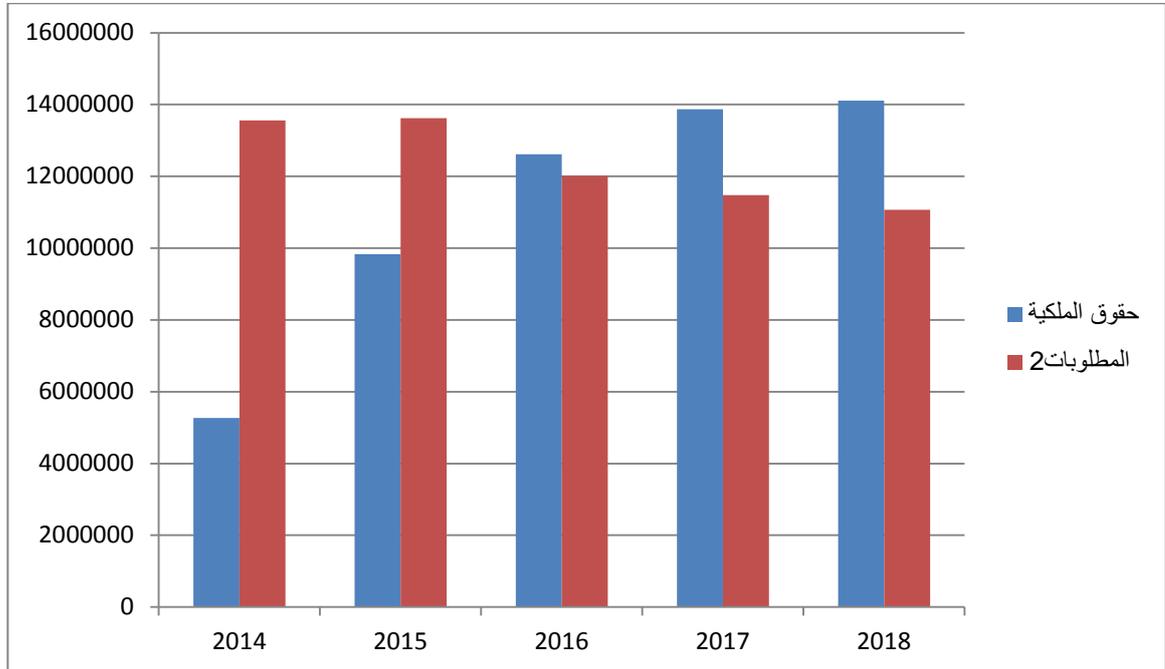
2018	2017	2016	2015	2014	السنوات الأصناف
14109731	13865337	12618063	9830913	5268410	حقوق الملكية
11066531	11478159	12007722	13616584	13557786	المطلوبات

المصدر: من إعداد الطالبتين: اعتمادا على بيانات الجدول رقم (3-1).

الشكل رقم (3-3): تطور مصادر تمويل شركة المساهمة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال

الفترة 2018-2014

الوحدة: بالآلاف درهم إماراتي



المصدر: من إعداد الطالبتين: اعتمادا على بيانات الجدول رقم (3-1-1).

من خلال الجدول رقم (3-1-1) والشكل رقم (3-3)، اللذان يبينان تطور مصادر تمويل شركة المساهمة داماك العقارية حسب الأصناف الرئيسية لهيكل تمويلها خلال الفترة 2014-2018، والمبالغ ب ألف درهم إماراتي يتضح ما يلي:

✓ اعتمدت شركة المساهمة داماك العقارية في تمويلها بشكل كبير على حقوق الملكية، ماعدا السنة الأولى للفترة محل الدراسة، فقد شكلت نسبة مساهمة متدنية لم تتعدى %27.98 من إجمالي مصادر التمويل خلال سنة 2014، وهو ما يعادل قيمة 5268410 ألف درهم إماراتي، لتشهد بعد ذلك نموا لا بأس به سنة 2015 بنسبة %41.93، لترتفع قيمتها إلى ما يعادل 9830913 ألف درهم إماراتي، ويرجع السبب في هذا إلى الزيادة في رأسمالها بنسبة %25.8 أي ما يعادل 6050000 ألف درهم إماراتي، وهذا بعد أن أصدرت الشركة خلال هذه السنة منحة أسهم ارتفع إجمالي الأسهم المصدرة والمكتتبة والمدفوعة قيمتها بالكامل للشركة إلى 6.05 مليار سهم، كما شهدت هذه السنة أيضا زيادة كبيرة في الأرباح المستبقاة ب %34.8 وهو ما يعادل 8160080 ألف درهم إماراتي، ليتضاعف مبلغ حقوق الملكية في السنوات الموالية ويصل سنة 2018 إلى ما يعادل 1410973 ألف درهم إماراتي أي بنسبة %56.04، مع تراجع طفيف للأرباح المسبقة خلال هذه السنوات.

✓ لقد شهد اعتماد شركة المساهمة داماك العقارية على المطلوبات الأخرى، تذبذبا خلال سنوات الدراسة 2014-2018 إذ شكلت نسبة كبيرة خلال سنة 2014، حيث بلغت قيمتها 13557786 ألف درهم إماراتي، أي ما يعادل نسبة %72.02 من إجمالي مصادر تمويل الشركة، وهذا راجع إلى ارتفاع في نسبة مبالغ مدفوعة من قبل عملاء بنسبة %38.75، التي تعادل 7295131 ألف درهم إماراتي، وهذا راجع أيضا إلى ارتفاع نسبة ذمم تجارية دائنة وأخرى والمتعلقة في المستحقات ذمم دائنة أخرى، محتجزات دائنة، مقابل مؤجل لدفعات أراضي، بنسبة %18.85 بما يعادل 3548672 ألف درهم إماراتي، لتشهد نسبة المطلوبات انخفاضا متفاوتا خلال السنوات الموالية وتصل إلى أقل قيمة مساهمة لها خلال 2018، قدرت ب 11066531 أي بنسبة %43.96، حيث لاحظنا أن هناك اعتماد متزايد على الصكوك كمصدر خارجي لتمويل أنشطة شركة المساهمة داماك العقارية خلال فترة الدراسة 2014-2018، حيث تطورت نسبة مساهمتها في إجمالي المطلوبات من %12.57 إلى %17.

✓ ومما سبق لاحظنا اعتماد شركة المساهمة داماك العقارية بشكل كبير على التمويل الذاتي مقارنة بالتمويل الخارجي، وذلك من أجل ضمان الدعم الذي تحتاجه الميزانية على الأمد الطويل، وتفاديا لتحمل خدمات القروض وتكلفة الموارد المالية الأخرى.

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018

ثانياً: شركة اعمار العقارية

الجدول رقم (3-2): تطور المركز المالي لشركة اعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018.

الوحدة: ألف درهم إماراتي

2018		2017		2016		2015		2014		شركة إعمار العقارية
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
16.05%	17970375	12.84%	14480168	11.73%	11303542	11.75%	9350397	13.29%	9860301	دائنون تجاريون وآخرون
11.69%	13087564	12.89%	14535681	16.46%	15854394	17.69%	14071943	20.87%	15482005	دفعات مقدمة من العملاء
0.68%	766894	2.99%	3380694	3.34%	3217547	-	-	-	-	مطلوبات مرتبطة مباشرة بالموجودات المصنفة كمحتفظ بها للبيع
1.49%	1676971	0.92%	1033329	0.93%	892404	1.01%	803292	0.97%	721620	مبالغ محتجزة داننة
12.14%	13586401	12.64%	14249076	10.42%	10036165	8.64%	6874794	8.03%	5959484	قروض وسلفيات تترتب عليها فوائد
6.54%	7323582	6.49%	7318856	7.59%	7314037	8.04%	6399132	8.62%	6391638	صكوك
0.15%	162810	0.14%	162707	0.15%	148530	0.17%	136104	0.18%	133584	مخصصات مكافأة نهاية الخدمة للمواطنين
48.79%	54630557	48.92%	55160607	50.52%	48666619	47.30%	37630662	51.97%	38548682	إجمالي المطلوبات
6.35%	7109739	6.35%	7159739	7.43%	7159739	9%	7159739	9.65%	7159739	رأس المال
0.002%	1684	0.001%	1684	0.002%	1684	0.002%	1684	0.002%	1684	برنامج الأسهم الخاصة بأداء الموظفين
14.81%	16583498	14.81%	16698449	16.81%	16197029	21.29%	16938069	22.12%	16407081	احتياجات
14.22%	24792451	22.36%	25212399	18.32%	17649244	17.62%	14018215	12.73%	9445391	أرباح غير موزعة
7.85%	8791506	7.56%	8522420	6.92%	6663237	4.79%	3806793	3.53%	2620047	حصص غير مسطرة
51.20%	57325510	51.08%	57591323	49.48%	47667565	52.67%	41921132	48.03%	35630574	إجمالي حقوق الملكية
100%	111956067	100%	112751930	100%	96334184	100%	79551794	100%	74179256	إجمالي المطلوبات وحقوق الملكية

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على التقارير المالية لشركة المساهمة اعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018

يمثل الجدول رقم (3-2) تطور المركز المالي لشركة المساهمة إعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018 والمبالغ بالآلاف درهم إماراتي، ومن خلاله يتضح أن الشركة تعتمد في تمويل احتياجاتها على صنفين متميزين وهما: حقوق الملكية والمطلوبات، وتختلف هذه الأصناف بحسب تاريخ استحقاقها ودرجة اعتماد الشركة عليها في تمويل نشاطاتها، ويمكن توضيح تطور مصادر تمويل شركة المساهمة إعمار العقارية حسب هذه الأصناف خلال الفترة 2014-2018 من خلال الجدول والشكل التالي:

الجدول رقم (3-2-1): تطور مصادر تمويل شركة اعمار العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة

2018-2014.

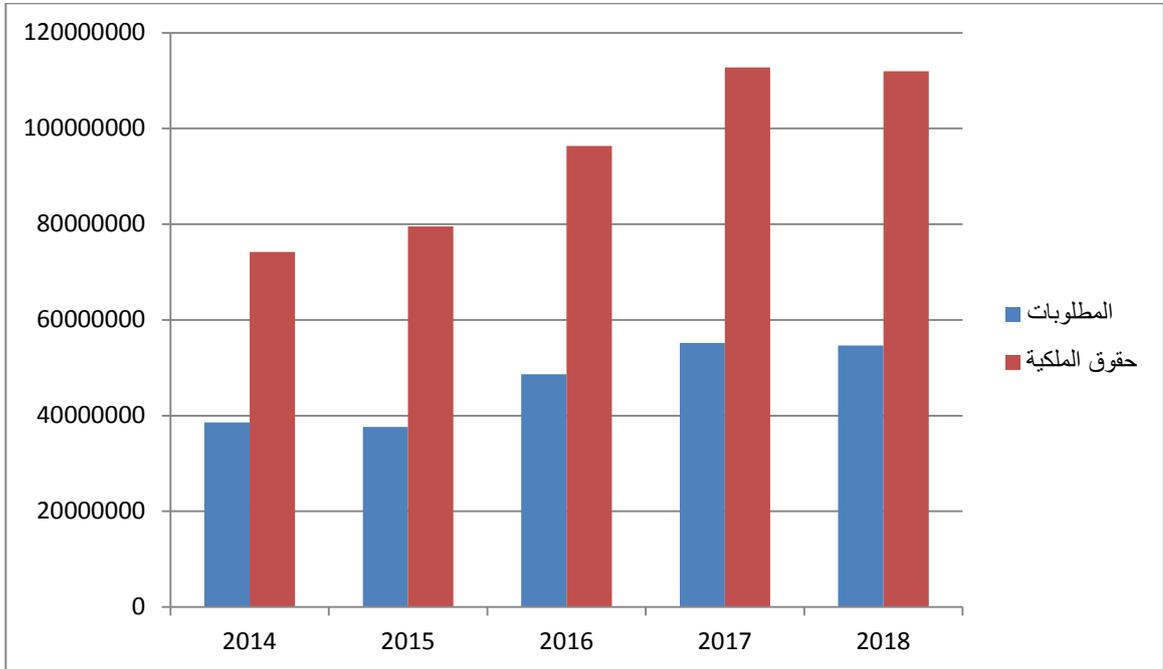
2018	2017	2016	2015	2014	السنوات الأصناف
54630557	55160607	48666619	37630662	38548682	المطلوبات
111956067	112751930	96334184	79551794	74179256	حقوق الملكية

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (3-2).

الشكل رقم (3-4): تطور مصادر التمويل لشركة اعمار العقارية حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة

2018-2014.

الوحدة: بالآلاف درهم إماراتي



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (3-2-1).

من خلال الجدول رقم (3-2-1) والشكل رقم (3-4) اللذان يبينان تطور مصادر تمويل شركة إعمار العقارية حسب الأصناف الرئيسية لهيكل تمويلها خلال الفترة 2014-2018 والمبالغ بألف درهم إماراتي، يتضح ما يلي:

✓ لقد اعتمدت شركة إعمار في تمويلاتها على المطلوبات خلال السنة الأولى من فترة الدراسة حيث كانت نسبته %51.97 أي ما يعادل 38548682 ألف درهم إماراتي، وهذا راجع لارتفاع نسبة الدفعات المقدمة من العملاء ب %20,87 بما يعادل 15482005 ألف درهم إماراتي، وهذا راجع أيضا إلى ارتفاع نسبة دائنون تجاريون وآخرون وتتمثل في مستحقات ومخصصات تكلفة عقود المشاريع، دائنون تجاريون، مبالغ مستحقة الدفع للحصص الغير مسطرة، دائنون لشراء أراضي، توزيعات أرباح مستحقة الدفع، ضريبة دخل مؤجلة مستحقة الدفع، ضريبة دخل مستحقة الدفع، دائنون آخرون ومبالغ مستحقة الدفع، لتشهد نسبة المطلوبات انخفاضا متفاوتا خلال السنوات الموالية ليصبح في سنة 2018 بنسبة %48.79 أي ما يعادل 5630557 ألف درهم إماراتي.

✓ لقد شهد اعتماد الشركة على حقوق الملكية ارتفاعا خلال سنوات الدراسة 2014-2018 فبلغت نسبته %48.03 سنة 2014، أي ما يعادل 35630574 ألف درهم إماراتي، وكانت الاحتياطات هي النسبة الأكبر خلال هذه السنة بنسبة %22.12 أي ما يعادل 16407081 ألف درهم إماراتي ما عدا نسبة 2016 حققت إجمالي حقوق الملكية انخفاضا طفيف بنسبة %49.48 ما يعادل 47667565 ألف درهم إماراتي، لترتفع في السنوات الموالية وتصل سنة 2018 إلى %51.20 بما يعادل 57325510 ألف درهم إماراتي، ولاحظنا خلال هذه السنة انخفاض نسبة الاحتياطات مقارنة بالسنوات السابقة محل الدراسة إلى %14.81 ما يعادل 16583498 ألف درهم إماراتي مع زيادة نسبة الأرباح الغير موزعة حيث بلغت نسبتها %22.14 ما يعادل 24792451 ألف درهم إماراتي.

ومنه لاحظنا أن الشركة تعتمد في تمويلاتها بشكل متوازن بين مصادرها الخارجية والمصادر الخارجية.

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018

ثالثاً: شركة دبي للاستثمار

الجدول رقم (3-3): تطور المركز المالي لشركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018

الوحدة: ألف درهم إماراتي

2018		2017		2016		2015		2014		شركة دبي للاستثمار
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
21,74%	4252018	25%	4252018	25,13%	4049541	26,55%	4049541	26,3%	3820322	رأس المال
0%	46	0%	46	0%	46	0%	46	0,0003%	46	علاوة الأسهم
13,42%	2625003	15,63%	2658402	15,68%	2527139	15,40%	2349074	14,31%	2077770	الاحتياطيات
2,17%	425202	3%	510242	3,77%	607431	3,19%	485945	4,73%	687658	توزيعات أرباح الأسهم منحة مقترحة
0,05%	10500	0,07%	12250	0,06%	10000	0,05%	8000	0,06%	8000	أتعاب أعضاء مجلس الإدارة المقترحة
25,11%	4909632	29,03%	4936167	28,98%	4669545	27,54%	4201404	26,21%	3807468	الأرباح المحتجزة
60,94%	11915839	69,69%	11850147	70,52%	11364230	70,22%	10711816	69,57%	1010531	حقوق الملكية المنسوبة إلى مالكي الشركة
1,89%	369466	2,81%	478503	3,57%	574647	3,19%	487567	2,98%	432520	الحصص غير المسطرة
62,82%	12285305	72,50%	12328650	74,09%	11938877	73,42%	11199383	72,55%	10537830	إجمالي حقوق الملكية
14,13%	2762690	5,19%	883989	3,24%	522078	2,82%	430166	2,42%	351834	قروض مصرفية طويلة الأجل
-	-	6,48%	1101600	6,84%	1101600	7,22%	1101600	7,58%	1101600	سندات الصكوك
0,82%	161095	0,4%	68847	0,48%	77819	0,36%	54680	0,88%	128142	ذمم دائنة أخرى
14,95%	2923785	12,08%	2054436	10,56%	1701497	10,4%	1586446	10,89%	1581576	إجمالي المطلوبات غير المتداولة
7,51%	1469216	7,02%	1193445	7,34%	1182824	8,02%	1222858	8,65%	1255999	قروض مصرفية
5,63%	1101600	-	-	-	-	-	-	-	-	سندات صكوك
9,07%	1774291	8,4%	1428422	8,02%	1291618	8,16%	1245443	7,91%	1149279	الذمم الدائنة التجارية والأخرى والمستحق إلى أطراف ذات علاقة
22,22%	4345107	15,42%	2621867	15,36%	2474442	16,18%	2468301	16,55%	2405278	إجمالي المطلوبات المتداولة
37,17%	7268892	27,50%	4676303	25,91%	4175939	26,58%	4054747	27,45%	3986854	إجمالي المطلوبات
100%	19554197	100%	17004953	100%	16114816	100%	15254130	100%	14524684	إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على التقارير المالية لشركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018.

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة

2018-2014

يمثل الجدول رقم (3-3) تطور الهيكل التمويلي لشركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2018-2014 والمبالغ بالآلاف درهم إماراتي، من خلاله يتضح أن الشركة تعتمد في تمويل احتياجاتها على ثلاث أصناف أساسية وهي: حقوق الملكية، المطلوبات الغير متداولة والمطلوبات المتداولة.

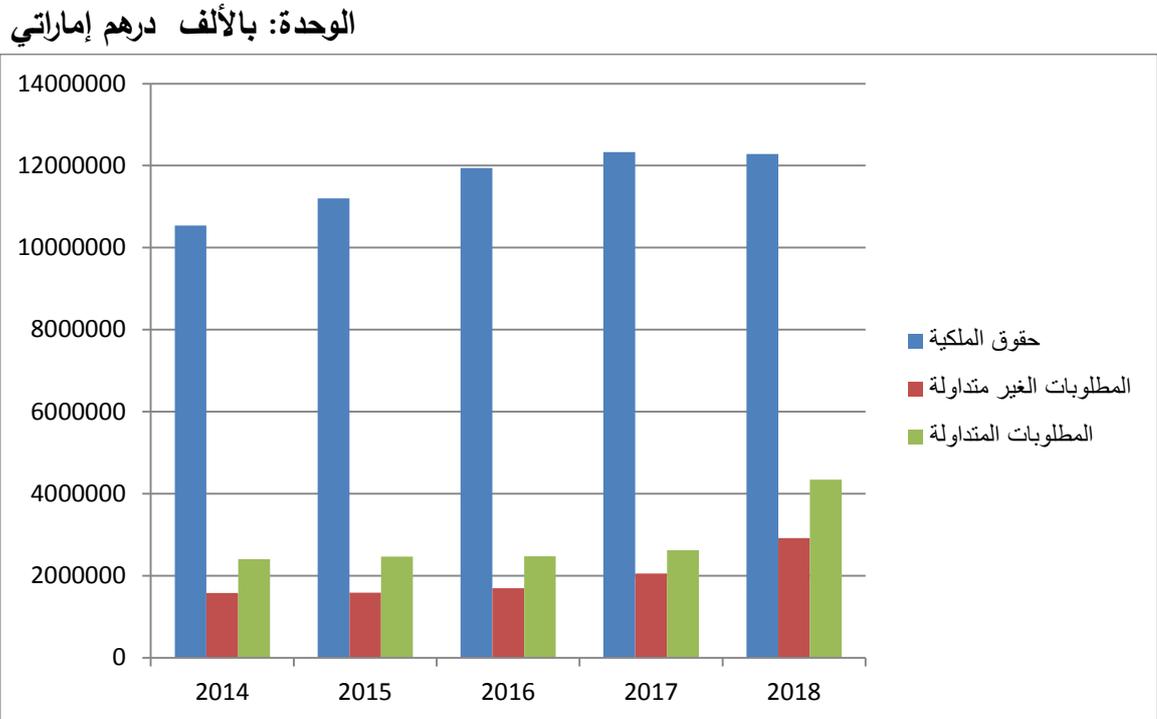
وتختلف هذه الأصناف بحسب تاريخ استحقاقها ودرجة اعتماد الشركة عليها في تمويل نشاطاتها، ويمكن توضيح تطور مصادر تمويل شركة دبي للاستثمار حسب هذه الأصناف خلال الفترة 2018-2014 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-3-1): تطور مصادر تمويل شركة دبي للاستثمار حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2018-2014

2018	2017	2016	2015	2014	السنوات الأصناف
12285305	12328650	11938877	11199383	10537830	حقوق الملكية
2923785	2054436	1701497	1586446	1581576	المطلوبات الغير متداولة
4345107	2621867	2474442	2468301	2405278	المطلوبات المتداولة

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات الجدول رقم(3-3).

الشكل رقم (3-5): تطور مصادر تمويل شركة دبي للاستثمار حسب الأصناف الرئيسية خلال الفترة 2014-2018



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (3-3-1).

من خلال الجدول رقم (3-3-1) والشكل رقم (3-5) اللذان يبينان تطور مصادر تمويل شركة دبي للاستثمار، حسب الأصناف الرئيسية لهيكل تمويلها خلال الفترة 2014-2018 والمبالغ بالآلاف درهم إماراتي يتضح ما يلي:

✓ اعتمدت شركة المساهمة دبي للاستثمار في تمويلها بشكل كبير على حقوق الملكية خلال السنوات الثلاث الأولى للفترة محل الدراسة، لتصل إلى أعلى نسبة لها سنة 2016 بنسبة %74.09 أي ما يعادل 11938877 ألف درهم إماراتي، وهذا راجع لزيادة نسبة الأرباح المحتجزة بنسبة %28.98 ما يعادل قيمة 4669545 ألف درهم إماراتي، وكانت نسبة رأس المال %25.13 من إجمالي حقوق الملكية أي ما يعادل 4049541 ألف درهم إماراتي.

وقد شهدت نسبة حقوق الملكية أقل نسبة لها سنة 2018 مقارنة بالسنوات السابقة محل الدراسة بنسبة %62.82 أي ما يعادل 12285305 ألف درهم إماراتي، وذلك راجع إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بنسبة %25.11 ما يعادل 4909632 ألف درهم إماراتي. و يعبر ذلك على اعتماد شركة المساهمة دبي للاستثمار في تمويل احتياجاتها المالية بأكثر من نصف مصادرها على حقوق الملكية.

✓ ولقد عرفت شركة المساهمة دبي للاستثمار اعتمادا لا بأس به على المطلوبات (المطلوبات المتداولة والغير متداولة) في تمويل احتياجاتها، فقد شكلت خلال سنة 2014 نسبة %27.45 ما يعادل 3986854 ألف درهم إماراتي من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات، فكانت القروض المصرفية هي النسبة الأكبر ب %8.68 أي ما يعادل 1255999 ألف درهم إماراتي، والمتمثلة في سحب مصرفي على المكشوف وقروض بموجب إيصالات الأمانة وكمبيالات مخصصة، القروض قصيرة الأجل واستحقاق قصير الأجل من قروض طويلة الأجل.

✓ لتشهد بعد ذلك انخفاضا بقيم متفاوتة خلال السنوات 2015/2016، لتصل إلى أعلى قيمة مساهمة لها سنة 2018 قدرت ب 7268892 ألف درهم إماراتي، ما يعادل نسبة %37,17 من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات، كما شكلت القروض المصرفية طويلة الأجل النسبة الأكبر خلال هذه السنة بقيمة 2762690 ألف درهم إماراتي، ما يعادل %14,13، وهذا عائد أيضا لارتفاع نسبة الذمم الدائنة التجارية والأخرى والمستحق إلى أطراف ذات علاقة والتي تتمثل في: الذمم الدائنة التجارية، المستحق إلى أطراف ذات علاقة والمصروفات المستحقة والذمم الدائنة الأخرى، وذلك بنسبة %9,07 ما يعادل 1774291 ألف درهم إماراتي.

✓ وعليه نلاحظ أن هناك اعتماد من طرف الشركة بشكل كبير على مصادر التمويل الداخلي أكثر منه مصادر التمويل الخارجي.

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018

المطلب الثاني: تطور صكوك شركات المساهمة محل الدراسة

يمكن تلخيص تطور الصكوك الإسلامية في شركات المساهمة محل الدراسة والمدرجة في سوق دبي المالي (داماك العقارية، اعمار العقارية، دبي للاستثمار) خلال الفترة محل الدراسة 2014-2018.

أولاً: داماك العقارية

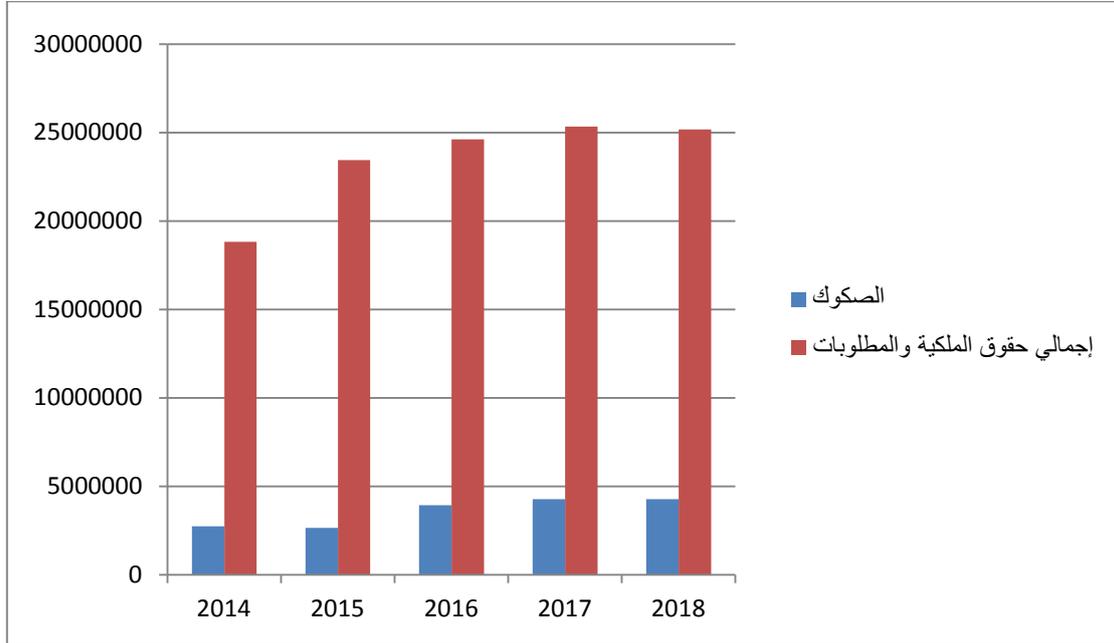
الجدول رقم (3-4): تطور صكوك شركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018

2018		2017		2016		2015		2014		السنوات الأصناف
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
17%	4280434	15.54%	3937529	10.77%	2653598	11.68%	2739716	12.57%	2367946	الصكوك
100%	25176262	100%	25343496	100%	24625782	100%	23447497	100%	8826196	إجمالي حقوق الملكية

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على بيانات الجدول رقم (3-1).

الشكل رقم (3-6): تطور صكوك شركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018

الوحدة: بالآلاف درهم إماراتي



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على بيانات الجدول رقم (3-4).

يتضح لنا من خلال الجدول رقم (3-4) والشكل رقم (3-6) اللذان يمثلان نسبة تطور الصكوك في شركة داماك العقارية خلال الفترة 2014-2018، أن سنة 2014 شهدت نسبة مساهمة للصكوك في تمويل شركة داماك العقارية %12.57 أي ما يعادل 2367946 ألف درهم إماراتي، من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات لتعرف بعد ذلك تراجعاً لتصل إلى أدنى نسبة لها سنة 2016 بنسبة %10.77 أي ما يعادل 2653598 ألف درهم إماراتي، لترتفع نسبة الصكوك في السنتين الموالتين لتصل إلى أعلى نسبة لها سنة 2018 بنسبة %17 ما يعادل 4280434 ألف درهم إماراتي.

وللإشارة فإن شركة داماك العقارية أصدرت صكوك في 9 أبريل 2014 شهادات صكوك ثقة 650 مليون دولار أمريكي تستحق في 2019 الجهة المصدرة لتلك الشهادات هي شركة ألفا ستار القابضة المحدودة مع الشركة بصفة ضامن، تم إدراج الشهادات في بورصة أيرلندا للأوراق المالية وناسداك دبي، وتحمل هذه الشهادات نسبة فائدة قدرها %4.97 سنوياً ومضمونة بموجودات ثقة معينة.

كما أصدرت شركة داماك العقارية في 21 سبتمبر 2015 شهادات صكوك ثقة بمبلغ 100 مليون دولار أمريكي تستحق في 2017 الجهة المصدرة لتلك الشهادات هي شركة ألفا ستار القابضة المحدودة مع داماك للتنمية العقارية المحدودة بصفة ضامن ووصي تم اكتتاب الشهادات بالكامل من قبل إحدى المؤسسات المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة وتحمل فائدة ثلاثة أشهر لييور زائد 3.25 % سنوياً.

وفي سنة 2016 استردت المجموعة شهادات صكوك تبلغ قيمتها 25 مليون دولار أمريكي (96 مليون درهم) وسوف يتم استحقاق القيمة المتبقية التي تبلغ قيمتها 75 مليون دولار في مارس 2017 وفي 20 أبريل 2017

أعدت المجموعة شهادات صكوك بقيمة 197.7 مليون دولار أمريكي (767 مليون درهم) بأعلى من سعرها. وأصدرت أيضا في 30 مارس 2017 شهادات صكوك ثقة تبلغ 125 مليون دولار أمريكي (459 مليون درهم) تستحق في 2018 شركة ألفا ستار القابضة 4 المحددة هي الجهة المصدرة لتلك الشهادات والوصي عليها بموجب إقرار بالوصاية، بينما شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة هي الجهة الضامنة، قامت إحدى المؤسسات المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة بالاكتتاب بالشهادات بالكامل تم إعداد الشهادات على أساس اتفاقية يبرم بموجبها وكيل الخدمات لصالح جهة الإصدار ونيابة عنها عقود إجارة ومرابحة مع شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة، ويحصل حاملي الشهادات على عائد بمعدل ثلاثة أشهر لبيور زائد 3.25%. واستردت المجموعة في 21 مارس 2017 شهادات صكوك عند الاستحقاق بقيمة 75 مليون درهم إماراتي (276 مليون درهم)، تم قامت المجموعة في 20 أبريل 2017 بإصدار شهادات صكوك ثقة بمبلغ 500 مليون درهم إماراتي (1.838 مليون درهم) تستحق في 2022، شركة ألفا ستار القابضة 3 المحدودة هي الجهة المصدرة لتلك الشهادات والوصي عليها بموجب إقرار بالوصاية، بينما شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة هي الجهة الضامنة، وهذه الشهادات مدرجة في بورصة أيرلندا للأوراق المالية وناسداك دبي، ويحصل حاملي الشهادات على عائد بمعدل 6.25% سنويا، كما أصدرت المجموعة في 18 أبريل 2018 شهادات صكوك ثقة بمبلغ 1.470 مليون درهم (400 مليون دولار أمريكي) تستحق في 2023، وشركة ألفا ستار القابضة 7 المحدودة هي الجهة المصدرة لتلك الشهادات والوصي عليها بموجب إقرار بالوصاية، بينما شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة هي الجهة الضامنة للشهادات. إن هذه الشهادات مدرجة في بورصة أيرلندا للأوراق المالية وناسداك دبي، ويدفع لحاملي تلك الشهادات عائدات بمعدل 6.625%.

كما قامت بإعادة شراء شهادات صكوك في 19 أبريل 2018 بإعادة شراء شهادات صكوك بقيمة 667 مليون درهم (181 مليون دولار أمريكي) من شهادات الصكوك المستحقة في 2019 بعلاوة.

لتسترد المجموعة في 30 سبتمبر 2018 مبلغ 125 مليون درهم إماراتي (459 مليون درهم) من شهادات صكوك ثقة بمبلغ 400 مليون درهم إماراتي (1.470 مليون درهم) تستحق في 2023، شركة ألفا ستار القابضة المحدودة 5 هي الجهة المصدرة لتلك الشهادات والوصي عليها بموجب إقرار الوصاية، بينما شركة داماك للتنمية العقارية المحدودة هي الجهة الضامنة إن هذه الشهادات مدرجة ببورصة أيرلندا للأوراق المالية وناسداك دبي، ويحصل حاملي الشهادات على عائد بمعدل 6.625% سنويا.

ويتضح لنا أن شركة داماك العقارية تعتمد في تمويلها خلال الفترة 2014-2018 على الصكوك متوسطة الأجل.

ثانياً: شركة اعمار العقارية

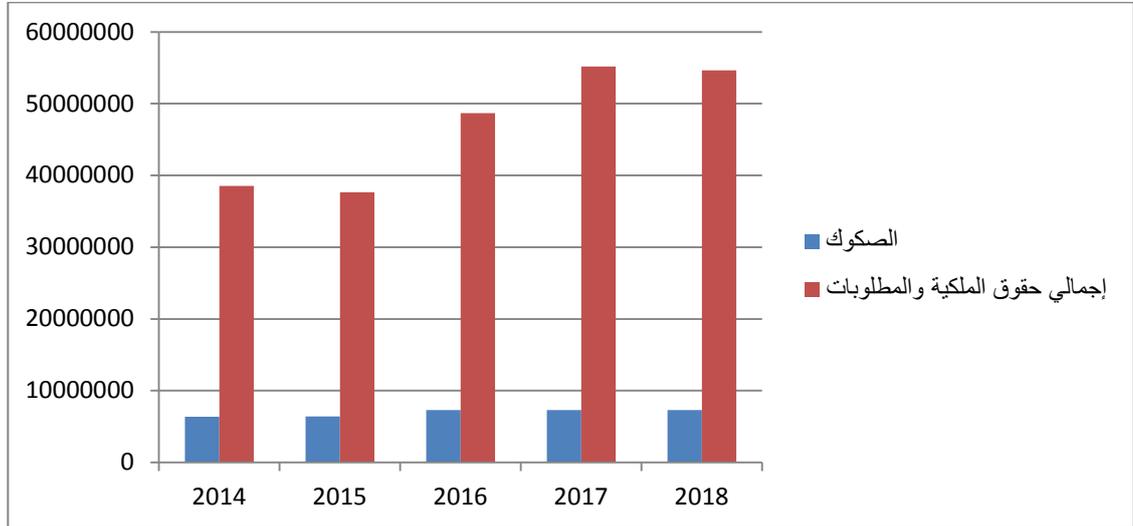
الجدول رقم (3-5): تطور صكوك شركة اعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018

2018		2017		2016		2015		2014		
النسبة	القيمة									
6,54%	7323582	6.49%	7318856	7.59%	7314037	8.04%	6399132	8.62%	6391638	صكوك
100%	54630557	100%	55160607	100%	48666619	100%	48666619	100%	38548682	إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على بيانات الجدول رقم (3-2).

الشكل رقم (3-7): تطور صكوك شركة اعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018.

الوحدة: بالآلف درهم إماراتي



المصدر من إعداد الطالبتين اعتماداً على الجدول (3-5).

يتضح من الجدول (3-5) والشكل (3-7) اللذان يمثلان نسبة تطور الصكوك لشركة إعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018، أنه وعلى الرغم من ارتفاع قيمة الصكوك بسبب زيادة بقية بنود مصادر التمويل أكثر من معدلات التمويل بالصكوك، إلا أن نسبة الصكوك كانت متراجعة ومتذبذبة، حيث شهدت السنة 2014 أعلى نسبة مساهمة للصكوك في تمويل شركة إعمار العقارية، إذ شكلت نسبة 8.62% من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات مقارنة بالسنوات الأخرى محل الدراسة، لتتراجع هذه النسبة تدريجياً وتشهد أدنى مستوى لها سنة 2017 بـ 6.49% من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات.

وللإشارة فإن شركة إعمار العقارية أصدرت صكوك في شكل سلسلة شهادات أمانة وكانت كالتالي:

السلسلة الأولى: في 3 فيفري 2011 أصدرت شهادات أمانة بمبلغ 500000 ألف دولار أمريكي (1836500 ألف درهم إماراتي)، يترتب على هذه الصكوك معدل توزيع أرباح بنسبة 8.5% سنوياً، ويتوجب سدادها على أساس نصف سنوي، حيث تم إدراج هذه الصكوك في بورصة لندن وناسداك دبي وتستحق السداد سنة 2016. السلسلة الثانية: في 18 جويلية 2012 قامت بإصدار سلسلة ثانية من شهادات الأمانة بمبلغ 500000 ألف دولار أمريكي (1836500 ألف درهم إماراتي)، ويترتب على هذه الصكوك معدل توزيع الأرباح بـ 6.4% سنوياً، ويتوجب سدادها على نصف سنوي، حيث تم إدراجها في بورصة ناسداك دبي، وتستحق السداد في 2019.

وفي 18 جوان 2014 قامت شركة إي أم جي صكوك، وهي شركة ذات مسؤولية محدودة مسجلة في جزر كايمان وشركة تابعة مملوكة بالكامل لشركة إعمار، بإصدار شهادات أمانة بمبلغ 750000 ألف دولار أمريكي

(2754750 ألف درهم إماراتي)، تم إدراجها في بورصة ناسداك دبي ويستحق سدادها في 2024 ويترتب على الصكوك معدل توزيع الأرباح ب %4,6 سنويا، وتسدّد بشكل نصف سنوي. قامت في 15 سبتمبر 2016 بإصدار سلسلة ثلاثة من شهادات الأمانة بمبلغ 750000 ألف دولار أمريكي (2754750 ألف درهم إماراتي)، ويترتب على هذه الصكوك معدل توزيع الأرباح ب %3.64 سنويا، يتوجب سدادها على أساس نصف سنوي، تم إدراجها في بورصة ناسداك دبي، وتستحق السداد في 2026. وكانت هذه آخر إصدارات شهادات الأمانة (الصكوك) بالنسبة للسنوات محل الدراسة.

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018

تحليل الصكوك من حيث الأجل

- ✓ التمويل قصير الأجل: أقل من سنة.
- ✓ التمويل متوسط الأجل يتراوح بين: سنة إلى 5 سنوات.
- ✓ التمويل طويل الأجل: أكثر من 5 سنوات.

الجدول رقم (3-5-1): تطور صكوك شركة إعمار العقارية من حيث الأجل

السنوات الأجل	2014		2015		2016		2017		2018	
	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة
قصير الأجل	2,40%	199365	27.53%	2235865	3.96%	343398	3.69%	343398	24.34%	2179898
متوسط الأجل	57,7%	4802154	33.14%	2692015	30.85%	2975020	30.73%	2857484	10.09%	903448
طويل الأجل	39,9%	3320521	39.33%	3194794	65.59%	6324493	65.58%	6098631	65.57%	5872768

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقارير المالية لشركة إعمار العقارية خلال الفترة 2014-2018.

من خلال الجدول (3-5-1) الذي يمثل آجال استحقاق الصكوك لدى شركة إعمار العقارية يتضح لنا: أن نسبة التمويل قصير الأجل كان في تذبذب خلال فترات الدراسة، حيث كانت سنة 2015 هي النسبة الأعلى بـ 27.53% على عكس سنة 2014 التي كانت أقل نسبة بنسبة 2.40%، أما بالنسبة للتمويل متوسط الأجل فكانت أعلى نسبة له سنة 2014 بنسبة 57.7%، لتتراجع في باقي السنوات إلى أن تصل إلى أدنى نسبة لها بنسبة 10.09% سنة 2018، بينما التمويل طويل الأجل كانت نسبته سنة 2014 تقدر 39.9% لتصل سنة 2016 إلى نسبة 65.59% لتعرف استقرارا في باقي السنوات الموالية للفترة محل الدراسة. وعليه نستنتج أن شركة إعمار العقارية تعتمد في تمويلها على صكوك طويلة الأجل خلال الفترة محل الدراسة 2014-2018.

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018

ثالثاً: شركة دبي للاستثمار

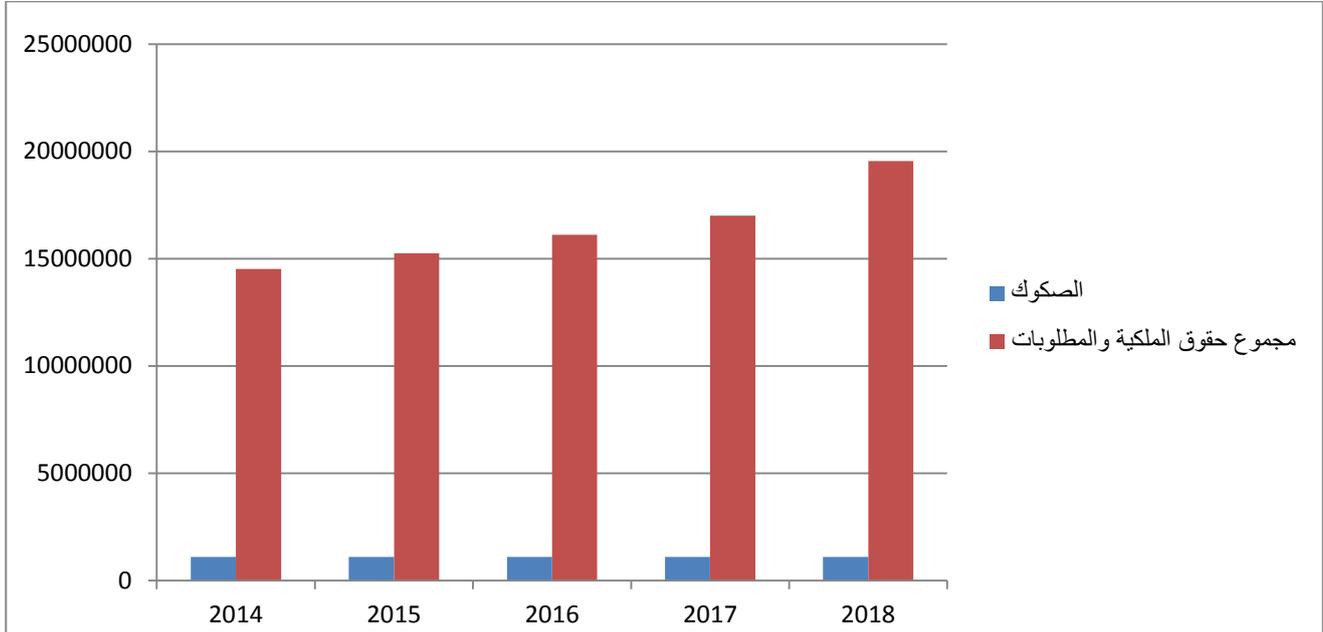
الجدول رقم (3-6): تطور صكوك شركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018.

2018		2017		2016		2015		2014		
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
5.63%	1101600	6.48%	1101600	6.84%	1101600	7.22%	1101600	7.58%	1101600	الصكوك
100%	19554197	100%	17004953	100%	16114816	100%	15254130	100%	14524684	إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على الجدول رقم (3-3).

الشكل رقم (3-8) تطور صكوك دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018

الوحدة: بالآلاف درهم إماراتي



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات الجدول (3-7).

يتضح من الجدول رقم (3-6) والشكل (3-8) اللذان يمثلان تطور الصكوك في شركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018 أن:

سنة 2014 شهدت مساهمة للصكوك في تمويل دبي للاستثمار بنسبة %7.58 أي ما يعادل 1101600 ألف درهم إماراتي من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات، وكانت هذه النسبة الأعلى خلال الفترة محل الدراسة، لتعرف بعد ذلك تراجعاً خلال باقي السنوات لتصل إلى أدنى قيمة لها سنة 2018 بقيمة 110600 ألف درهم إماراتي ما يعادل نسبة %5.63 من إجمالي حقوق الملكية والمطلوبات.

للإشارة فقد قامت إحدى الشركات التابعة لشركة دبي للاستثمار وهي شركة تطوير مجمع دبي للاستثمار في فيفري 2014 بإصدار شهادات صكوك بمبلغ 300 مليون دولار أمريكي (11016 مليون درهم إماراتي) لمدة 5 سنوات ويستحق سداد هذا المبلغ في فيفري 2019، وتمت هيكلة برنامج صكوك أنه وكالة، وتم إدراجه في ناسداك دبي وبورصة إيرلندا، وتخضع شهادات الصكوك لمعدل ربح ثابت يبلغ %4.291 سنوياً، ويتم سدادها على أقساط نصف سنوية، ولم تقم الشركة بإصدارات جديدة للصكوك خلال السنوات الموالية للفترة محل الدراسة 2014-2018.

- تحليل الصكوك من حيث الآجال

✓ التمويل قصير الأجل: أقل من سنة.

✓ التمويل متوسط الأجل يتراوح بين: سنتين إلى خمس سنوات.

✓ التمويل طويل الأجل: أكثر من 5 سنوات

الفصل الثالث..... دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018

الجدول رقم (3-6-1): تطور صكوك شركة دبي للاستثمار حسب الآجال

2018		2017		2016		2015		2014		السنوات الآجال
النسبة	القيمة									
46.5%	2749255	37.41%	1289589	41.52%	1244150	42.55%	1302966	45.06%	1348730	قصير الأجل
13.26%	784103	41.67%	1436402	46.26%	1386301	50.44%	1544416	16.63%	497806	متوسط الأجل
40.23%	2378595	20.92%	721033	12.21%	365994	7%	214599	38.3%	1146540	طويل الأجل

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على التقارير المالية لشركة دبي للاستثمار خلال الفترة 2014-2018.

من خلال الجدول رقم والشكل رقم اللذان يمثلان آجال استحقاق الصكوك لدى شركة دبي للاستثمار يتضح لنا: أن نسبة التمويل قصير الأجل كان سنة 2014 45.06% بما يعادل 1348730 ألف درهم إماراتي، لتتراجع هذه النسبة في السنوات الموالية لتصل إلى أعلى نسبة لها سنة 2018 ب 46,5% ما يعادله 2749255 ألف درهم إماراتي، أما بالنسبة للتمويل متوسط الأجل فكانت أعلى نسبة له سنة 2015 ب 50,44% أي ما يعادل 1544416 ألف درهم إماراتي، في حين كانت أدنى قيمة لها سنة 2018 ب 784103 ألف درهم إماراتي بنسبة 13,26%، بينما التمويل طويل الأجل كان بنسبة 38,3% ما يعادل 1146540 ألف درهم إماراتي وهذا سنة 2014، لتشهد انخفاضا بنسبة 7% سنة 2015 أي ما يعادله 214599 ألف درهم إماراتي، لتعود وترتفع في السنوات الموالية لتصل إلى أعلى قيمة لها سنة 2018 ب 40% ما يعادل 2378595 ألف درهم إماراتي.

ومنه نستنتج أن شركة دبي للاستثمار اعتمدت في تمويلها على صكوك ذات آجال قصيرة خلال الفترة محل الدراسة.

المطلب الثالث: تطور الصكوك في تمويل الشركات المساهمة محل الدراسة

من خلال تحليل تطور استخدام الصكوك كمصدر من مصادر التمويل، لاحظنا بأن الشركات محل الدراسة المدرجة في سوق دبي المالي لا تعتمد على الصكوك بنسب كافية وبشكل تام في تمويلها، حيث عرفت نسب الصكوك كمصدر من مصادر التمويل في شركة داماك العقارية خلال الفترة محل الدراسة تحسنا في نمو هذه النسب والمحصورة خلال ما بين 12% و17%، وهذا بسبب التطورات الحاصلة في مختلف أعمالها وأدواتها منذ نشأتها، أما بالنسبة لشركة أعمار العقارية وشركة دبي للاستثمار وجدنا أن نسب الصكوك كمصدر من مصادر التمويل منخفضة بالإضافة إلى وتيرة النمو البطيئة لهذه النسب.

وتتسم الشركات محل الدراسة بتنوعها لاستخداماتها للصكوك، وسنقوم بتوضيح ذلك فيما يلي:

من ناحية الآجال: اختلفت آجال الصكوك في الشركات محل الدراسة والمدرجة في سوق دبي المالي، حيث لاحظنا أن آجال كل شركة يختلف عن آجال الشركة الأخرى، حيث اعتمدت هذه الشركات على الصكوك كمصدر تمويل طويل الأجل، والصكوك كمصدر متوسط الأجل، والصكوك كمصدر قصير الأجل.

أما من ناحية الصيغ: لم يكن هناك تركيز على صيغة واحدة معينة فقد لاحظنا تنوع صيغ الصكوك في شركات المساهمة محل الدراسة، حيث استخدمت شركة داماك العقارية صيغة الإجارة والمرابحة، أما شركة إعمار العقارية فاستخدمت صكوك بصيغة المضاربة، في حين شركة دبي للاستثمار استعملت صكوك بصيغة الوكالة بالاستثمار.

وبالنسبة لعملة الإصدار الخاصة بهذه الصكوك، فالملاحظ أن جميع الشركات محل الدراسة كانت إصداراتها بالدولار الأمريكي.

وفي الأخير لاحظنا أن شركات المساهمة محل الدراسة والمدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، لم تعتمد بشكل كبير على الصكوك كمصدر من مصادر التمويل وهذا لان الصكوك تعتبر أداة مالية تمويلية جديدة في الأسواق المالية، ولم تحظى بعد بالقبول العام.

خلاصة الفصل الثالث:

تناولنا من خلال هذا الفصل دراسة تطبيقية حول دور الصكوك في تمويل شركات المساهمة محل الدراسة المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، حيث تم التطرق لماهية سوق دبي المالي ومنتجاته، مبادئه، هيكله التنظيمي والمتعاملين فيه، وذلك لكونه سوق مدرجة به عدد من شركات المساهمة لاسيما تلك التي تتعامل بالصكوك، كما تم التعريف بشركات المساهمة محل الدراسة والمتمثلة في: شركة داماك العقارية، اعمار العقارية وشركة دبي للاستثمار.

كما قمنا في هذا الفصل بتحليل مصادر تمويل شركات المساهمة محل الدراسة المدرجة بسوق دبي المالي، وذلك استناداً للمركز المالي لكل شركة خلال الفترة 2014-2018، وكذا قمنا بدراسة وتحليل تطور الصكوك في شركات المساهمة محل الدراسة، وذلك بغرض تحديد دور الصكوك في تمويل هذه الشركات خلال الفترة 2014-2018.

توصلنا في هذا الفصل إلى أن شركات المساهمة محل الدراسة والمدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2014-2018، أنها لا تعتمد على الصكوك بنسبة كبيرة وبشكل تام في تمويلها.

الخاتمة

الخاتمة:

لقد تم التطرق من خلال هذا البحث إلى المفاهيم النظرية للصكوك الإسلامية، وللشركات بصفة عامة وشركات المساهمة، حيث لاقت الصكوك الإسلامية رواجاً كبيراً وقبولاً واسعاً في أوساط المستثمرين، وذلك لتعدد أنواعها وأشكالها وطرق إصدارها المرتكزة على مبادئ الشريعة الإسلامية، وتميزها بخصائص ساهمت في زيادة قدرتها على توفير السيولة اللازمة للمتعاملين، وتمويل مختلف المشاريع والشركات.

حاولنا من خلال هذا البحث دراسة دور الصكوك الإسلامية كمصدر تمويلي لشركات المساهمة، لكونها غالباً ما تكون شركات عملاقة، تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تعجز عنها مقدرة الأفراد، بل قد تعجز عنها بعض اقتصاديات الدول، الأمر الذي يتطلب إيجاد تجمعات اقتصادية كبيرة تقوم على أسس وضوابط، كما هو الحال بالنسبة لسوق دبي المالي.

وقد استخلصنا نتائج دور الصكوك الإسلامية في تمويل شركات المساهمة من خلال دراسة حالة شركات المساهمة الممثلة في: شركة داماك العقارية، شركة إعمار العقارية، وشركة دبي للاستثمار، المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2018/2014.

أولاً: نتائج اختبار الفرضيات

من خلال دراستنا لهذا البحث توصلنا لنتائج الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى:** تعتبر الصكوك إحدى الأدوات المالية الحديثة والمبتكرة، تتميز عن غيرها في أنها ورقة مالية تتضمن عمليات إصدارها وتداولها إجراءات فنية، وضوابط شرعية خاصة، جعلتها من أهم المميزات التي تتميز بها عن باقي الأدوات المالية الأخرى، وتقرها اللجان الشرعية المعنية من قبل الجهة المصدرة، بعكس الأوراق المالية التقليدية من الأسهم والسندات التي لا تتوفر على هذه الضوابط ولا اللجان الشرعية، وهذا ما يقودنا إلى قبول هذه الفرضية.
- الفرضية الثانية:** من خلال دراستنا لتطور الصكوك الإسلامية في الشركات المساهمة المدرجة في سوق دبي المالي حسب الآجال تبين أن هناك تنوع من حيث الآجال، حيث وجدنا أن شركة داماك تعتمد في تمويلها على صكوك متوسطة الآجل، في حين إعمار العقارية تعتمد في تمويلها على صكوك طويلة الآجل، أما بالنسبة لشركة دبي للاستثمار تعتمد في تمويلها على صكوك قصيرة الآجل، وهذا ما يقودنا إلى قبول هذه الفرضية.
- الفرضية الثالثة:** تساهم الصكوك في زيادة تنوع مصادر تمويل شركات المساهمة محل الدراسة، حيث كانت قيمتها في تزايد في كل من شركة داماك العقارية وإعمار العقارية خلال فترة الدراسة، في حين كانت قيمة الصكوك ثابتة في شركة دبي للاستثمار خلال فترة الدراسة 2018/2014، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية جزئياً.

ثانياً: نتائج البحث

من خلال دراستنا لهذا البحث تم استخلاص جملة من النتائج منها ما يتعلق بالدراسة النظرية ومنها المتعلقة بالدراسة التطبيقية، وهي كما يلي:

- 1) الصكوك هي ورقة مالية تمثل شهادات متساوية القيمة، تصدر وفق عقد شرعي استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامي، وتختلف الصكوك عن الأسهم والسندات، غير أنها تعد ورقة مستقلة بحد ذاتها.
- 2) تساهم الصكوك الإسلامية في الملائمة بين مصادر الأموال في الشركات بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.
- 3) تزيد الصكوك الإسلامية في قدرة الشركات على زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأس مالها.
- 4) توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنها من إدارة سيولتها أو أموالهم بصورة مريحة.
- 5) صلاحية استخدام الصكوك في تعبئة الموارد اللازمة، يعود لتنوعها، وتعددتها، فتصنف حسب العقود إلى صكوك قائمة على عقد الشراكة، وصكوك قائمة على عقد البيع وصكوك قائمة على عقود أخرى، وهذا التنوع ساعد على في انتشارها وقبولها دولياً.
- 6) إن منتج الصكوك يعتبر نقلة نوعية في تطور الأدوات المالية والذي جاء استجابة لتطورات البيئة المالية الدولية، في ظل الاهتمام العالمي المتزايد بالتمويل، خاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية.
- 7) يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية، التي تعتبر ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي بحاجة لأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق.
- 8) تعد شركات المساهمة من المؤسسات المتعاملة في السوق، تؤدي دوراً فعالاً في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين أطرافها.
- 9) تظهر أهمية شركات المساهمة في الميدان الاقتصادي، لأنها تمكن من القيام بالمشاريع الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة.
- 10) تتنوع شركات المساهمة لعدة أنواع فمنها شركات المساهمة العامة والخاصة وذات المسؤولية المحدودة، وشركة التوصية بالأسهم.
- 11) تتداول في سوق دبي المالي، أدوات مالية متنوعة تتمثل أساساً في: الأسهم، السندات، المشتقات والصكوك.
- 12) تتنوع شركات المساهمة المدرجة في سوق دبي المالي وتتعدد حسب القطاعات منها: الخدمات، الصناعات، الطاقة، البنوك والعقار وغيرها.

13) يعتبر سوق دبي المالي من أهم الأسواق التي تتعامل بالمنتجات المالية الإسلامية عموماً، والصكوك الإسلامية خصوصاً، نظراً للتسهيلات والتحفيزات التي وضعتها حكومة الإمارات العربية المتحدة لدعم هذه الصكوك.

14) للصكوك الإسلامية دوراً متنامياً في تفعيل وتنشيط سوق دبي المالي خلال الفترة 2014/2018، باعتبارها أداة ساهمت في زيادة عدد المستثمرين في السوق وفي حجم الأوراق المالية المتداولة فيه.

ثالثاً: التوصيات

من خلال النتائج المتوصل إليها في دراستنا يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. ضرورة إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، نظراً لما توفره من حماية وضبط للمعاملات واستقرار لها.
2. العمل مع مجامع الفقه والهيئات المالية الإسلامية لإيجاد الطرق الشرعية والوسائل الكفيلة لتطوير إصدار وتداول الصكوك.
3. القيام بعمليات ترويجية للصكوك الإسلامية من أجل التعريف بها في أوساط المستثمرين باعتبارها أدوات مالية إسلامية حديثة ومختلفة عن باقي الأدوات المالية الأخرى، بهدف زيادة استقطاب وحشد رؤوس الأموال.
4. ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وندوات علمية دولية، لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الصكوك الإسلامية.

رابعاً: آفاق البحث

- إمكانية إنشاء سوق الصكوك في الجزائر - دراسة استشرافية-
- مقومات إنشاء سوق ثانوية لتداول الصكوك الإسلامية
- أثر تداول الصكوك على أداء الأسواق المالية العربية.

قائمة المراجع

1. أحمد السعيد. "الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية". دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008.
2. أكرم ياملكي. "القانون التجاري، الشركات، دراسة مقارنة". الطبعة الثالثة؛ دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
3. حكيم براضية، جعفر هني محمد. "دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية". دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
4. خالد إبراهيم التلاحمة. "الوجيز في القانون التجاري". الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
5. خالد أمين عبد الله، حمزة بشير أبو عاصي. "محاسبة الشركات، أشخاص وأموال". الطبعة الثانية، دار الفكر، الأردن، 2009.
6. رزق الله العربي بن المهدي. "الوجيز في القانون التجاري الجزائري". الطبعة الرابعة؛ ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
7. رضوان حلوة حنان وآخرون، "محاسبة الشركات: أموال-أشخاص"، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
8. زغيب مليكة، بوشنقير ميلود. "التسيير المالي - حسب البرنامج الجديد-". ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
9. زهير الحدرب. "محاسبة الشركات". دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
10. السعيد محمد شعيب، صلاح محمد كامل. "المحاسبة في شركات المساهمة". برنامج محاسبة البنوك والبورصات، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، مصر، 2013.
11. السعيد محمد شعيب، صلاح محمد كامل. "المحاسبة في شركات المساهمة". برنامج محاسبة البنوك والبورصات، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، مصر، 2003.
12. صادق الحسني، "المحاسبة في شركات الأشخاص"، المكتب الجامعي الحديث، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2009.
13. عبد الله عبد العظيم هلال. "المحاسبة في شركات الأشخاص والأموال". المكتب الجامعي الحديث، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2006.
14. محمد السيد سرايا. "محاسبة شركات الأموال". المكتب الجامعي الحديث، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2008.
15. نادية فوضيل. "شركات الأموال في القانون الجزائري". الطبعة الثالثة؛ ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.

16. نبيل إبراهيم سعيد، همام محمد محمود زهزان، المدخل للقانون "نظرية الحق"، منشأة المعارف، مصر، 2002.
17. وائل عودة العكشة، وليد زكرياء صيام وآخرون. "محاسبة الشركات - أشخاص وأموال-". الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
18. يوسف حسن يوسف. "الصكوك المالية وأنواعه". دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.

ثانياً: المجلات

1. أحسين عثمانى، خولة مناصرية. "أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية". المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد3، اللجنة العليا للبحث العلمي، الأردن، 2017.
2. بدروني عيسى، بادة فاروق. "صيغ التمويل الإسلامي كتوجه حديث للسياسة المالية للمؤسسة في الجزائر". مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد02، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، 2016.
3. السعيد بريكة، سناء مرابطي. "دور الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية". مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، ميله، 2017.
4. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد. "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية". دراسات اقتصادية إسلامية، العدد1، المجلد 20، السعودية، 2014.
5. الصوفي ولد الشيباني. "التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية". مجلة الفقه والقانون، العدد الرابع والثلاثون، جامعة نواكشوط، موريتانيا، 2015.
6. علي محمد موسى. "الصكوك الاستثمارية: مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها". مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية - دورية علمية محكمة -، المجلد 13، العدد 2، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2016.
7. نوال بن عمارة. "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الإسلامية بالبحرين". مجلة الباحث، العدد 09، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011.
8. هناء محمد هلال محمد الحنيطي. "دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية". مجلة العلوم الإدارية، العدد 02، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، الأردن، 2015.

ثالثاً: المذكرات والأطروحات

1. ابتسام ديبى، حكيمة تواتي. "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، الجزائر، 2016-2017.

2. أحمد محمد حسنين إبراهيم الهايج. "استخدام الصكوك لتمويل الاستثمارات العامة". مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة، مصر، 2012.
3. أسامة عبد الحليم الجورية. "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد". مذكرة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي، بيروت، لبنان، 2009.
4. بن الصالحية وسيلة، استخدام الصكوك كأداة تمويلية من قبل شركات المساهمة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميلة، الجزائر، 2016-2017.
5. حراش معاذ، نمر أحمد. "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة". مذكرة ماستر في مالية المؤسسة، جامعة أكلي محند أو الحاج، البويرة، 2015.
6. حريد رامي. "البدائل التمويلية للاقتراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة". أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
7. حكيم براضية. "التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية". مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010-2011.
8. رندة فراح. "مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية". مذكرة ماستر في محاسبة ومالية، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، الجزائر، 2014.
9. ريمة علي لميس. "النظام القانوني لرأس مال شركة المساهمة". مذكرة ماستر في قانون الأعمال، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، الجزائر، 2016.
10. زاغز هالة. "دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية". مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
11. سالم احمد الكوشلي. "إستراتيجية المصرف في تفعيل تداول الصكوك الإسلامية". مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة مولانا مالك إبراهيم الإسلامية الحكومية مالانج، إندونيسيا، 2015-2016.
12. سامح كامل الغزالي. "معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية". مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015.
13. سامي كباهم. "الشكلية في عقود الشركات التجارية". مذكرة ماستر في قانون الأعمال، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2017.
14. طبشي رزقي. "عقد الشركة بصفة عامة". مذكرة ماستر في الحقوق، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2008.

15. عبد الحميد فيجل. "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
16. عبد الحميد لشهب، " دور الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية على سوق دبي المالي خلال الفترة 2012-2016"، مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 2017.
17. عبد العزيز علوان العززي. "المحاسبة في شركات أموال مع إطلاله إسلامية". أطروحة دكتوراه، كلية التجارة والاقتصاد، جامعة عمران، اليمن، 2010.
18. عبلة لمسلف. "الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006.
19. علام عبد النور. " دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012.
20. كيش محمد. " دور الصكوك المالية الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، 2015-2016.
21. لمياء بلحو. "أثر الاستثمار في الصكوك الإسلامية على ربحية البنوك الإسلامية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 2017.
22. محمد بوشوشة. "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-". أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
23. محمد عوض عودة النعيمي. "دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاستثمار طويل الأجل". أطروحة دكتوراه في تخصص المصارف الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2015.
24. محمد غزال. "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية". مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012-2013.
25. مشري فريد. "دور الأدوات المالية الإسلامية في تمويل البنوك الإسلامية في ظل الأزمة العالمية". أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016-2017.
26. معوش شافية. "أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية". مذكرة ماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، 2012-2013.

27. نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
28. وفاء مستاوي. "استخدامات الصكوك في البنوك الإسلامية". مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016-2017.

رابعاً: المؤتمرات والملتقيات والندوات

1. ردمان محمد عثمان، عبد القوي. "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة". ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية، بنك التضامن الإسلامي الدولي، دمشق، سوريا، 2009.
2. زياد الدماغ. " دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي". مؤتمر دولي حول المصرفية الإسلامية والتمويل، يومي 15-16 جوان 2010.
3. سليمان ناصر وربيعة بن زياد. "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر". بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014.
4. صفية أحمد أبو بكر. "الصكوك الإسلامية". بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، جامعة أسيوط، مصر، 31 ماي - 3 جوان 2009.
5. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي. "الوظائف الاقتصادية للصكوك-نظرة مقاصدية-". ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010.
6. عماري صليحة، سعدان آسية. "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها". ورقة بحثية مقدمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، قالمة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013.
7. قرومي حميد. "صناعة الصكوك الإسلامية واقع وأفاق". مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول "المالية الإسلامية بصفافس تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، جامعة صفاقس، تونس، يومي 16-17 جوان 2014.
8. لعلوبوخاري، وليد عايب. "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمات المالية على الصكوك الإسلامية". الملتقى الدولي الأول للمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بربو عريريج، الجزائر، 2008.

9. مختار بونقاب، زواويد لزهاربي. "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشاريع الحكومية ومعالجة العجز في الموازنة العامة". ورقة بحثية مقدمة للملتقى العلمي الدولي، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، الجزائر، يومي 25-26 أبريل 2018.
10. مرزوق أمال. "الصكوك ودورها في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية". مداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي الثالث حول "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016.

خامسا: القوانين والتقارير

1. التقارير المالية السنوية لشركة اعمار العقارية للسنوات من 2014 إلى 2018.
2. التقارير المالية السنوية لشركة داماك العقارية للسنوات من 2014 إلى 2018.
3. التقارير المالية السنوية لشركة دبي للاستثمار للسنوات من 2014 إلى 2018.
4. التقرير المالي لشركة داماك العقارية لسنة 2015
5. قانون رقم 4 لسنة 2016 بشأن الصكوك، العدد 2.
6. المادة 53 من قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وتعديلاته، الأردن.

سادسا: المواقع الإلكترونية

1. <https://ar.m.wikipedia.org/wiki/>.
2. <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm> .
3. <https://www.emis.com>.
4. www.argaam.com.
5. www.dubaiinvestments.com.
6. www.rowadalaamal.com.